

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

11 mars 2010 – N° 104

Faux et vrais risques pour l'économie chinoise

On entend souvent des analyses sur la Chine qui sont très erronées :

- *risque inflationniste ; malgré la rapide création monétaire, il est exclu en raison de la situation d'excès de capacité de production et d'excès d'épargne ;*
- *risque de crise bancaire avec la distribution massive de crédit en 2009 ; il est certain que les niveaux des crédits douteux (Non Performing Loans) a augmenté, mais il serait très facile pour l'Etat chinois de recapitaliser les banques (ce qu'elles font pour l'instant sur les marchés) ;*
- *risque de bulles spéculatives avec la politique monétaire trop expansionniste due au régime de change ; la Banque Centrale contrôle ces bulles en utilisant d'autres instruments que les taux d'intérêt : plafonds de crédit, taux de réserves obligatoires ;*
- *risque de freinage de la croissance avec le durcissement de la politique monétaire ; ce risque n'existe pas d'abord avec la volonté politique de créer des emplois, ensuite parce que les entreprises privées et les ménages reçoivent peu de crédit bancaire (qui finance surtout les entreprises d'Etats et les collectivités locales).*

Les deux dangers les plus sérieux sont en réalité :

- *l'incapacité des autorités chinoises à réduire le taux d'épargne des ménages et la sous-consommation ;*
- *l'insuffisance de certaines ressources naturelles, en particulier à l'eau.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteurs :

Patrick ARTUS

Bei XU

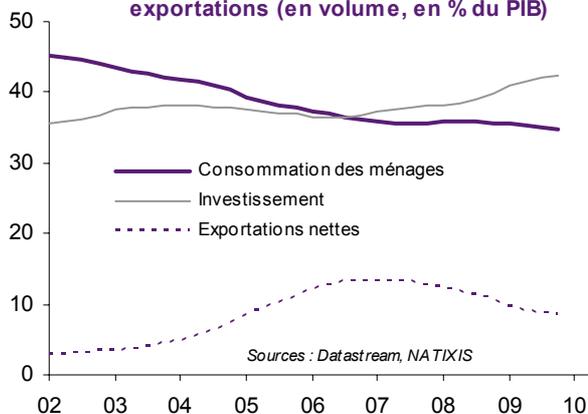
Identifier les vrais dangers pour l'économie chinoise

Trop souvent, on entend des analyses qui évoquent le risque de « surchauffe » en Chine. Ce mot est très mal choisi. Il y a en Chine **excès d'investissement et insuffisance de la consommation** (graphique 1), c'est-à-dire l'inverse en réalité de la surchauffe.

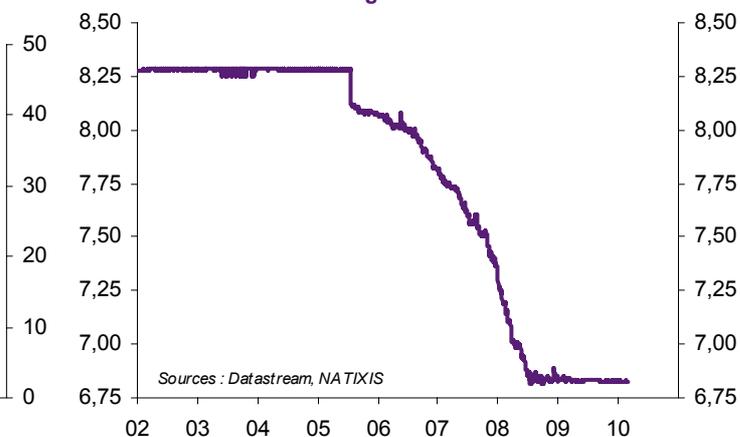
Il est vrai aussi que, avec la politique de lien du RMB au dollar (graphique 2), la **politique monétaire est assujettie à l'objectif de change et est trop expansionniste pour les besoins de l'économie** (graphique 3).

Mais les autorités chinoises et la Banque Centrale (PBoC) sont parfaitement conscientes du risque (bien plus que les Banques Centrales des pays de l'OCDE ne l'ont été et **utilisent d'autres instruments pour contrôler le crédit et les prix des actifs** : plafonds de crédit (Encadré 1), taux de réserves obligatoires (graphique 4).

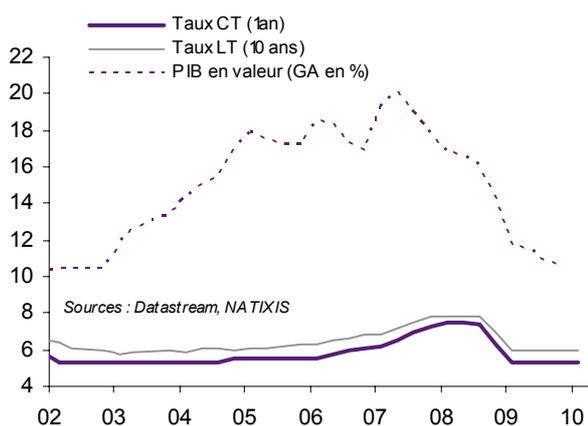
Graphique 1
Chine : Consommation, investissement et exportations (en volume, en % du PIB)



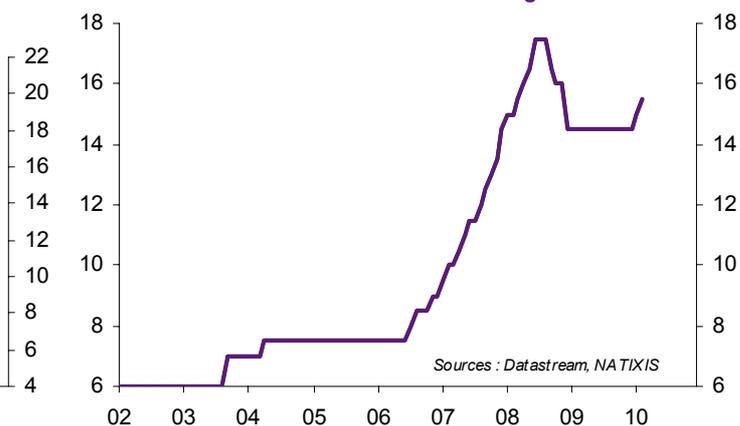
Graphique 2
Taux de change RMB contre dollar



Graphique 3
Chine : taux d'intérêt et PIB



Graphique 4
Chine : Taux de réserves obligatoires



Encadré 1 Politique de contrôle de crédit

Parmi les instruments de politique monétaire, la PBoC (People's Bank of China) ne définit pas clairement le contrôle quantitatif du crédit ou Windows guidance. Le système de limitation quantitative de crédit est formellement supprimé en 1998. Cependant, Windows guidance est de plus en plus utilisé en guise d'instrument de politique monétaire qui consiste en conseils et pression morale en vue d'influencer les décisions de crédit des banques commerciales. Par exemple, ces dernières doivent soumettre leurs plans de crédit à la PBoC qui leur définit le montant maximal de crédit trimestriel et annuel (servant de base ou de référence) ; la PBoC donne des conseils d'allocation de crédit (quel secteur financer) afin d'ajuster la structure de crédit au niveau macroéconomique. Institutionnellement, l'utilisation de cet instrument se traduit par des réunions entre gouverneur de la PBoC et directeurs des banques commerciales et des briefs meetings, des recommandations en quantité se font souvent au téléphone par la commission de régulation bancaire. En voici quelques illustrations d'applications en termes de contrôle quantitatif : en août 2003, la PBoC a mis en place des mesures strictes de distribution de crédit, ce qui a entraîné un fort recul d'accélération de crédit et le montant annuel a été contrôlé à 2900 milliards de Yuan. En fin 2008, parallèlement à l'annonce du plan de relance de 4000 milliards de Yuan, la PBoC a déclaré l'annulation des limitations des quantités de crédit aux banques commerciales ; dans le rapport de politique monétaire du 3^{ème} trimestre 2009, la PBoC souhaite renforcer la fonction de Windows guidance ; ayant constaté près de 1000 milliards de crédits accordés pendant les deux premières semaines de janvier 2010, plusieurs banques commerciales ont confirmé avoir reçu l'ordre supérieur de ne plus accorder de crédit jusqu'à la fin du mois, les nouveaux crédits ont été donc très peu augmenté par la suite (1390 milliards en janvier).

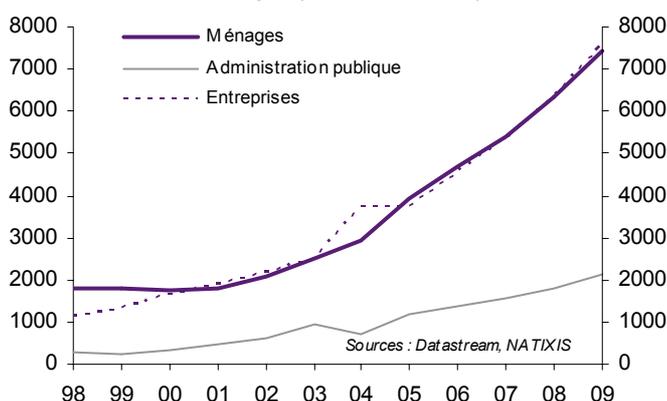
Les vrais risques pour l'économie chinoise ne sont donc pas ceux qui sont le plus souvent mentionnés.

**Les « faux » risques,
pourtant souvent mis
en avant**

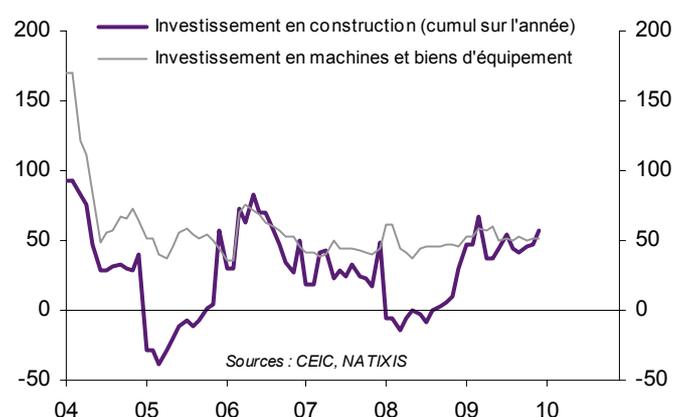
1 Inflation

Dans une situation chronique d'excès de capacité et d'insuffisance de consommation (voir graphique 1 plus haut), avec une hausse continue de l'épargne (graphique 5) et une croissance très rapide de l'investissement des entreprises (graphique 6), **il ne peut pas y avoir d'inflation, hors effets des prix des matières premières (graphique 7)**. Les seuls prix qui causent de l'inflation sont en effet les prix de l'alimentation, et à un moindre degré les loyers (graphique 8).

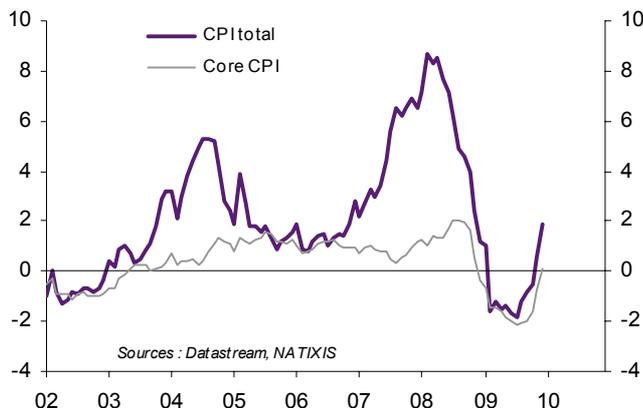
Graphique 5
Chine : Répartition de l'épargne par agent économique (en Mds de RMB)



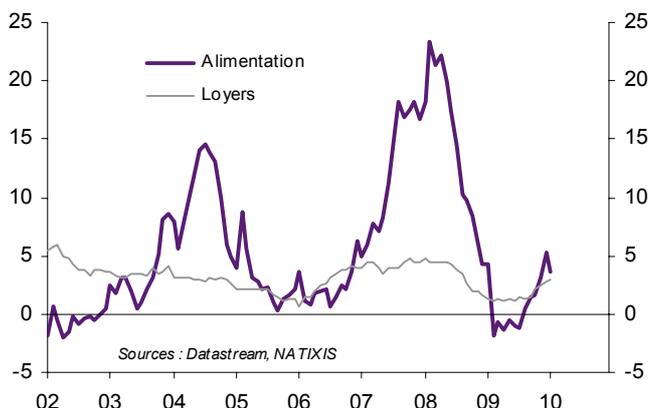
Graphique 6
Chine : Investissement (en valeur, GA en %)



Graphique 7
Chine : Inflation (GA en %)



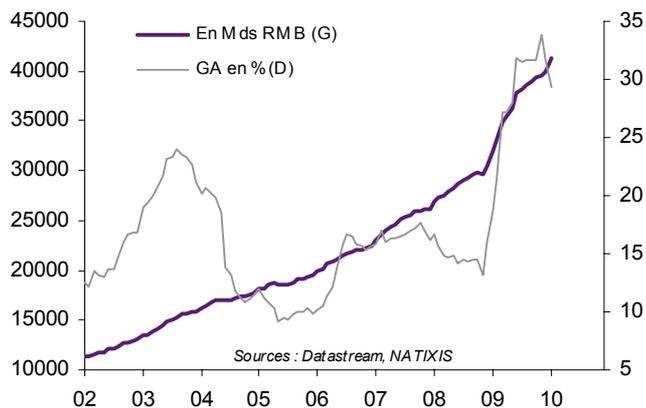
Graphique 8
Chine : Inflation (GA en %)



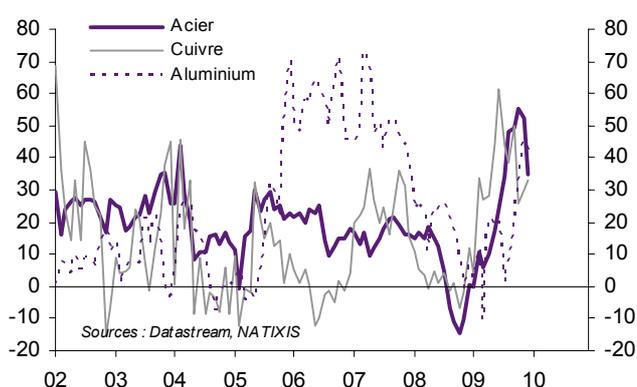
2 Crise bancaire

La distribution de crédit a été massive en Chine en 2009 (graphique 9), avec comme effets un redémarrage brutal de l'investissement en construction (graphique 6 plus haut), de la demande (stocks) de certaines matières premières (graphique 10).

Graphique 9
Chine : Crédit total



Graphique 10
Chine : Consommation de matières premières (GA en %)



Il est certain qu'une partie de ces crédits a été faite à des emprunteurs fragiles (collectivités locales investissant dans des projets immobiliers ou des infrastructures inutiles...) et que le niveau des Non Performing Loans a dû beaucoup augmenter par rapport au niveau d'avant crise (tableau 1) ou augmentera prochainement. Il faudra donc sans doute recapitaliser les banques chinoises, ce qu'elles commencent à faire sur les marchés financiers (Encadré 2), malgré des ratios de capital affichés très élevés (tableau 2).

Tableau 1
Chine : niveau des NPL* (Mds de Yuan)

	Ensemble des banques commerciales	Grandes banques commerciales
déc, 2002	-	2279,3
déc, 2003	-	2104,5
déc, 2004	-	1717,6
déc, 2005	1313,4	1219,7
déc, 2006	1254,9	1170,3
déc, 2007	1268,4	1201
déc, 2008	560,26	486,53
déc, 2009	497,33	426,45

Source : CEIC

(*) Non Performing Loans : créances douteuses

Tableau 2
Ratio de capital des grandes banques chinoises (T3 09)

	Core-capital (Tiers 1)	Ratio de capital
ICBC (Industrial and Commercial Bank of China)	9,86%	12,60%
China Construction Bank	9,57%	12,11%
Bank of China	9,37%	11,63%
Bank of Communications	8,08%	12,52%

Source : NATIXIS

Encadré 2
Besoin de recapitalisation des banques chinoises

Les 9629 milliards de nouveaux crédits en 2009 (soit une hausse de plus de 100%) ont alarmé la Commission de Régulation Bancaire chinoise concernant la qualité des crédits et la solidité financière des banques chinoises. En fin 2009, le ratio de capital pour les 5 grandes banques chinoises est en moyenne 10,86% alors qu'il était de 12,37% en début d'année. L'autorité de régulation a donc augmenté le ratio d'exigence en capital de 8% à 11% pour les grandes banques et à 10% pour les petites et moyennes dans le courant de 2009. Récemment, en janvier 2010 le régulateur du système bancaire chinois a exigé que le core-capital représente plus de 75% du capital. Cette directive suggère donc que le ratio core-capital soit de 8,25%. Il semblerait aussi que le ratio d'exigence en capital serait augmenté jusqu'à 11,5% pour les grandes banques en 2010, ce qui reviendrait à exiger 8,63% de ratio core-capital.

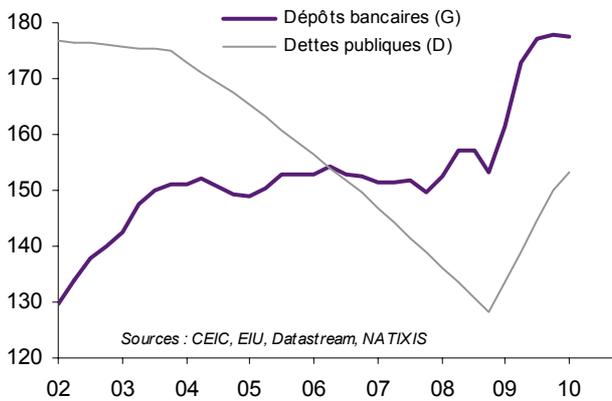
Les banques chinoises se retrouvent donc dans un besoin important de recapitalisation d'une part pour satisfaire aux normes et pour s'assurer de la marge d'expansion future d'autre part. Ainsi la Bank of China étant la banque ayant distribué le plus de crédit en 2009, a annoncé le 22 janvier qu'elle émettrait au maximum 40 milliards de yuans d'obligations convertibles en A-share pour recapitaliser son bilan. Certains parlent d'une possible émission d'entre 30 et 40 milliards de Yuan de H-share un peu plus tard. A la sortie du nouvel an chinois, Bank of Communications décide de procéder à une souscription préférentielle d'actions (A-share et H-share) avec un ratio ne dépassant pas 10 :1,5 ; ce qui ferait une augmentation de capital de 42 milliards de Yuan. Jusqu'à aujourd'hui, parmi les 14 banques chinoises cotées en Bourse, seulement la ICBC (Industrial and Commercial Bank of China) et China Construction Bank n'ont pas encore publié leur projet de recapitalisation.

Mais il est évident qu'en cas de besoin l'Etat (actionnaire à 75 %) pourra recapitaliser les banques. En Chine, le niveau des dépôts bancaires, et des réserves de change est énorme et celui de la dette publique est faible (graphique 11), d'où la facilité d'émettre pour l'Etat et de financer si nécessaire ces recapitalisations.

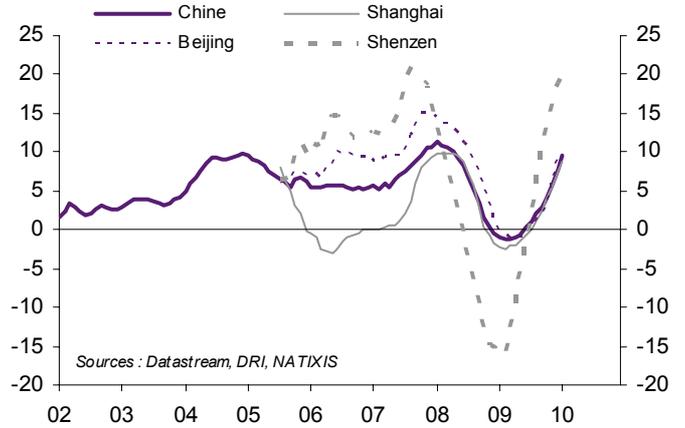
3 Risque de bulles spéculatives

Il est certain que, lorsque le crédit est abondant, on observe une **hausse rapide des prix de l'immobilier (graphique 12)**, des **cours boursiers (graphique 13)** ; que le stockage en Chine contribue à la hausse des prix des matières premières **(graphiques 14 a/b)**.

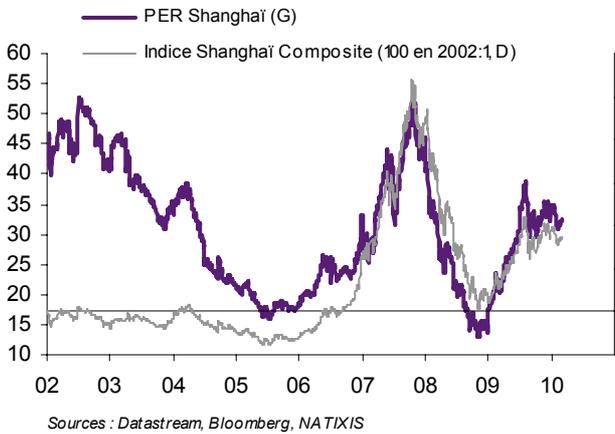
Graphique 11
Chine : Dépôts bancaires et dettes publiques
 (en % du PIB valeur)



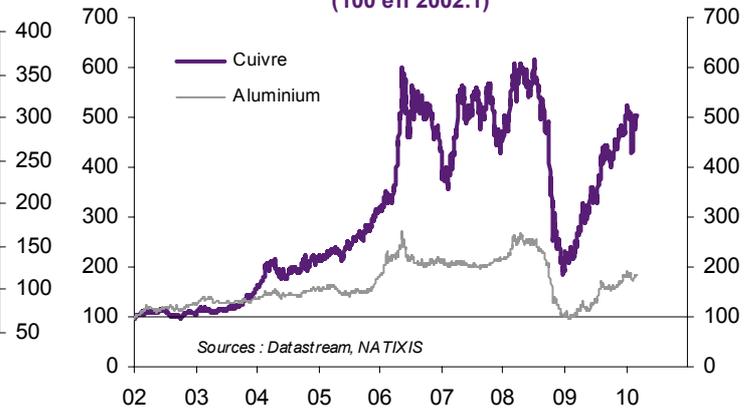
Graphique 12
Chine : Prix des maisons (GA en %)



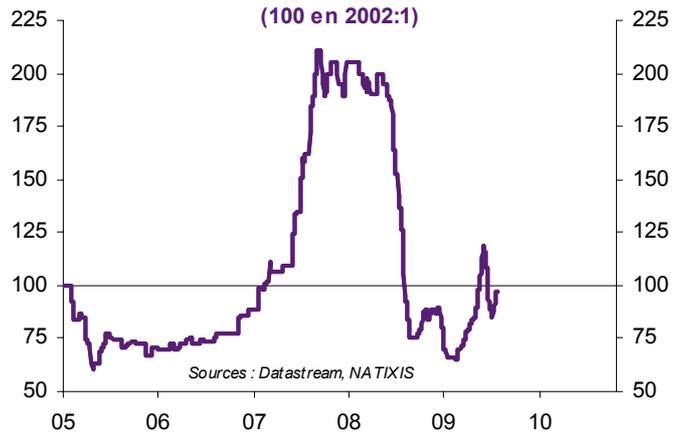
Graphique 13
Chine : Indice boursier et PER



Graphique 14
Prix spot des matières premières en dollar
 (100 en 2002:1)



Graphique 14 b
Prix spot de minerai de fer en dollar
 (100 en 2002:1)



Mais, comme nous l'avons vu plus haut (**Encadré 1, graphique 4**), les **autorités chinoises sont parfaitement conscientes du danger** et utilisent une batterie d'instruments pour contrôler les prix des actifs et la distribution de crédit, en particulier aussi la **politique fiscale (Encadré 3)**.

Encadré 3 Taxation des plus-values en capital

Transaction de biens immobiliers :

Impôts sur revenus (payés par le vendeur) : en 2009 cette taxe était exonérée pour revente de biens immobiliers acquis depuis plus de 2 ans (2 ans compris). A partir du 1^{er} janvier 2010, la durée d'acquisition minimum du bien immobilier avant la revente permettant l'exonération est de 5 ans. Cette taxe représente 1% du montant de transaction ou 20% de la plus-value.

Taxe de transaction (payée par le vendeur) : en 2009, cette taxe était exonérée pour revente de logements normaux (la surface de construction d'un logement qualifié de « normal » est inférieure à 140 m², 140 m² comprises) acquis depuis plus de 2 ans ; elle était de 5,5% de la plus-value d'un logement normal acquis depuis moins de 2 ans. Et pour des logements non normaux (surface de construction plus importante), elle représentait 5,5% de la plus-value si la durée d'acquisition est supérieure à 2 ans, et 5,5% du montant de transaction si la durée d'acquisition n'excède pas 2 ans. A partir du 1^{er} janvier 2010, cette durée d'acquisition permettant de bénéficier de la faveur fiscale dans les deux cas est passée de 2 ans à 5 ans.

Taxe de contrat (payée par l'acquéreur) : pour l'achat d'un 1^{er} logement dont la surface de construction est inférieure à 90 m², la taxe d'établissement du contrat était exonérée alors qu'à partir du 1^{er} janvier 2010, elle représente 1% du prix d'acquisition. Pour l'achat d'un logement dont la surface de construction est inférieure à 90 m² et qui n'est pas la 1^{ère} acquisition et l'achat d'un logement dont la surface de construction est entre 90 m² et 144 m², la taxe de contrat ne bénéficie plus de la promotion appliquée depuis le 1^{er} novembre 2008 qui est de 0,5%, elle redevient 1,5% du prix d'acquisition.

Plus-value boursière

La plus-value boursière n'est pas encore taxée aux individus.

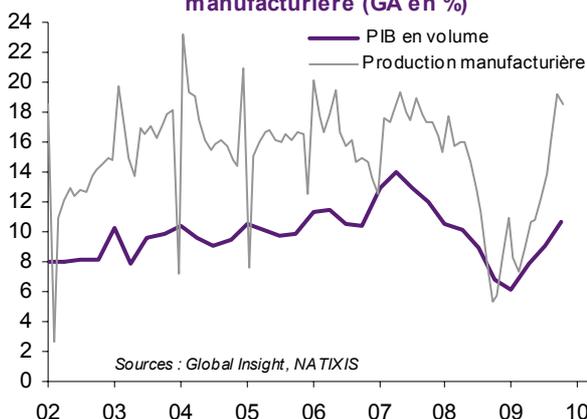
Pour les entreprises, tout revenu issu de détention d'actions pendant moins d'un an ou des actions des entreprises non résidentes doit être déclarées en tant que revenu de l'entreprise et est taxé au taux de taxation du profit de l'entreprise (25%). Seul le revenu issu de détention d'actions pendant plus d'un an est exonéré d'impôts sur revenus des entreprises.

4 Risque de freinage de la croissance

Beaucoup d'observateurs craignent que la reprise de la croissance en Chine (**graphique 15**) ne soit due qu'à la politique monétaire (**graphique 9** plus haut) et budgétaire (**graphique 16**) expansionniste, et que le passage à une politique monétaire restrictive ne fasse rechuter l'économie.

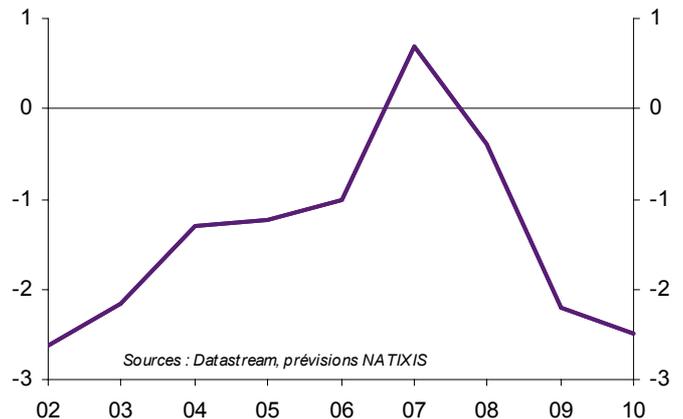
Graphique 15

Chine : Croissance du PIB et production manufacturière (GA en %)



Graphique 16

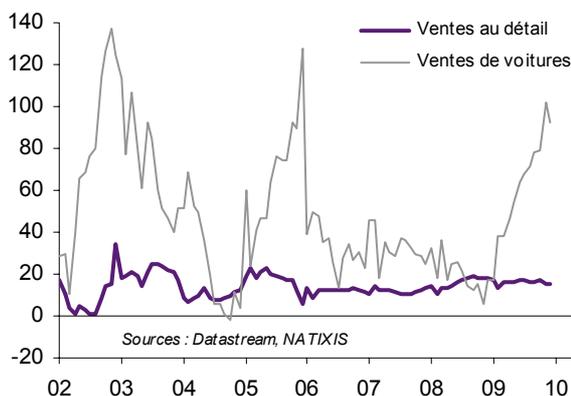
Chine : Déficit public (en % du PIB)



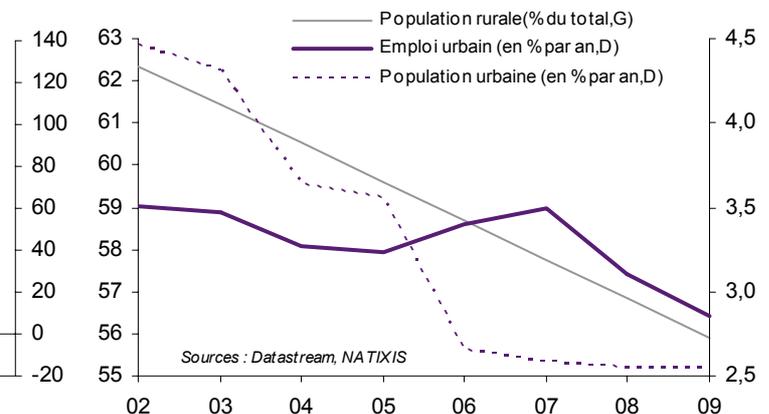
Mais en réalité :

- la reprise est maintenant due en partie à la reprise de la **demande privée** (investissement des entreprises, **graphique 6** plus haut, dépenses des ménages, **graphique 17**) alors que, on le sait, les entreprises privées et les ménages utilisent peu le crédit ;
- la Banque Centrale est en Chine dans une situation assez confortable puisque **le resserrement des conditions du crédit affecte peu la demande privée** (investissement productif, consommation) et à surtout comme effet de réduire les investissements ou les stocks spéculatifs (construction, matières premières) ;
- **les autorités ne veulent pas ralentir la croissance**, nécessaire pour créer des emplois et éviter la hausse du chômage due à la réduction de la population rurale, qui va se poursuivre avec la modernisation de l'agriculture (**graphique 18**).

Graphique 17
Chine : Ventes au détail et de voitures
(en volume, GA en %)



Graphique 18
Chine : Emploi urbain et population



Synthèse : quels sont les vrais dangers qui pèsent sur l'économie chinoise

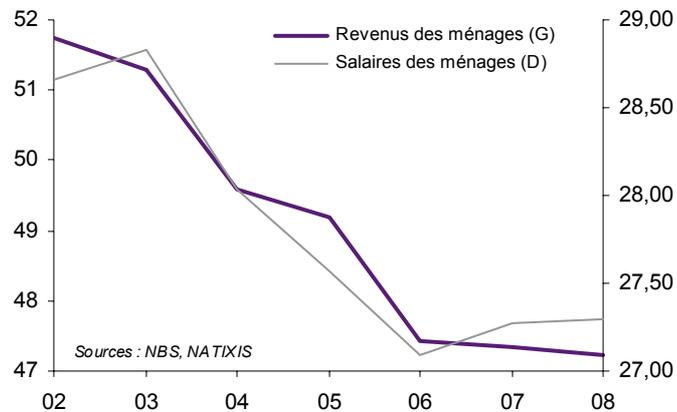
L'économie chinoise n'est donc menacée ni par l'inflation (avec l'excès de capacité), ni par une crise bancaire (l'Etat pouvant facilement recapitaliser les banques), ni par des bulles sur les prix des actifs (avec la vigilance des autorités), ni par le freinage de la croissance (avec le soutien de la demande privée indépendamment du crédit et avec la volonté politique de créer des emplois).

Pour nous les deux menaces principales sont liées à la sous-consommation et à l'insuffisance de ressources naturelles.

1 Sous-consommation

L'insuffisance de la consommation (**graphique 1** plus haut) est due à la hausse de l'épargne des ménages (**graphique 5** plus haut) et à la faiblesse des salaires (**graphique 19**), les entreprises qui surinvestissent comprimant les salaires pour stabiliser leurs taux de profits.

Graphique 19
Chine : Rémunération salariale (en % du PIB)



Malgré tous les efforts du gouvernement chinois (hausse de la protection sociale, **tableau 3**), il y a vraiment 90 % des chinois avec une couverture maladie de base, le taux d'épargne des ménages continue à augmenter. **Si cette évolution ne peut pas être arrêtée, il est certain qu'il y aura finalement crise d'excès de capacité et de sous consommation : chute des profits, faillites d'entreprises...**

Tableau 3
Chine : dépenses publiques (en % du PIB)

Année	Education	Santé
2002	2,20	0,53
2003	2,16	0,57
2004	2,11	0,53
2005	2,17	0,57
2006	2,26	0,62
2007	2,77	0,77
2008	2,87	0,88
objectif 2012	4	-

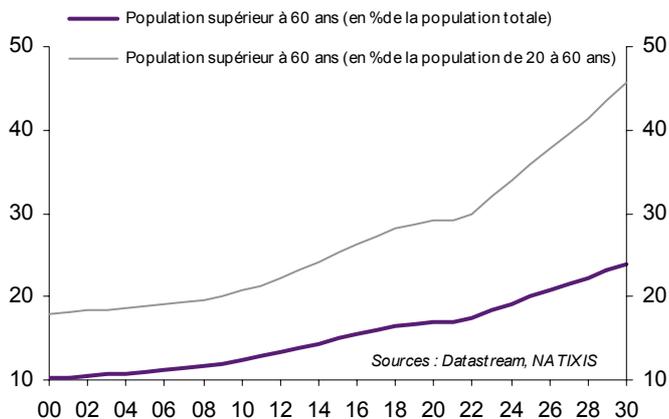
Source : Ministère des Finances de la Chine, NBS, NATIXIS

Il semble que **le sentiment d'insécurité des ménages chinois** s'accroît : perspective du vieillissement (**graphique 20**) hausse des prix de l'immobilier (**graphique 12** plus haut), disparité de revenus...

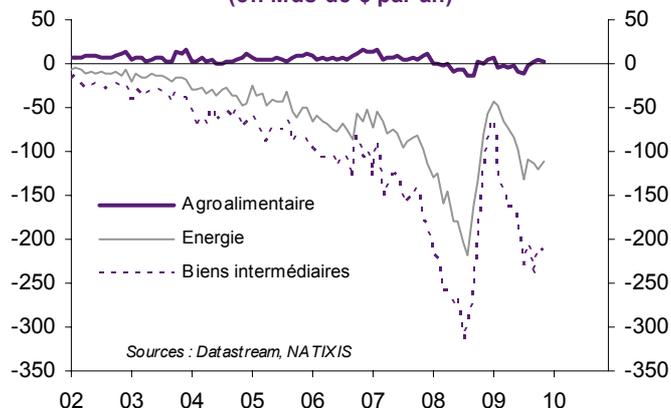
2 Ressources rares

On sait que la Chine est **importatrice nette** d'énergie (pétrole), de métaux (**graphique 21**), avec la forte hausse de sa consommation de matières premières (**graphiques 22 a/b**).

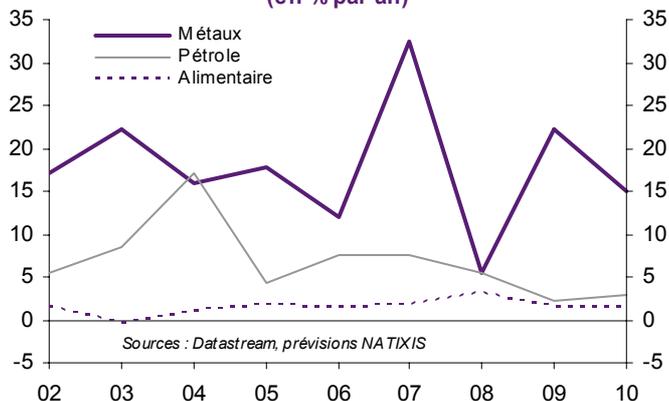
Graphique 20
Chine : Population



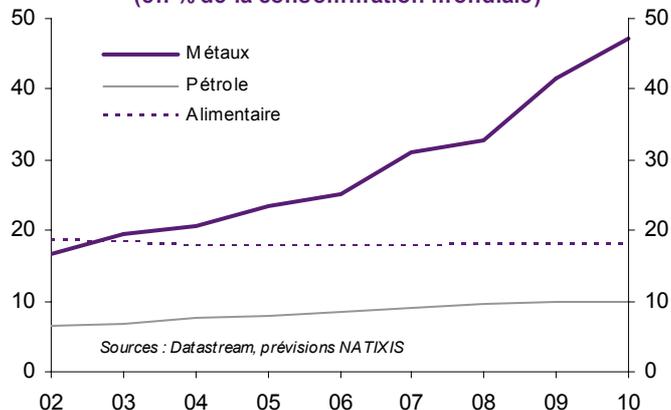
Graphique 21
Chine : Balance commerciale
(en Mds de \$ par an)



Graphique 22 a
Chine : Consommation de matières premières
(en % par an)



Graphique 22 b
Chine : Consommation de matières premières
(en % de la consommation mondiale)



Mais le déficit le plus grave de la Chine concerne sans doute l'eau, le pays ayant peu de ressources en eau (**tableau 4**) et la situation s'aggravant avec la désertification, la pollution... (**tableau 5**).

Tableau 4
Ressources en eau par tête (m3 par personne)

	2008
Etats-Unis	6816
Canada	88336
France	3343
Allemagne	1862
Italie	3289
Espagne	2557
Royaume-Uni	2449
Corée	1448
Japon	3351
Chine	2125
Indonésie	12441
Vietnam	10310
Thaïlande	6280
Inde	1670
Russie	31764
Brésil	43028

Sources : FAO, NATIXIS

Tableau 5
Proportion de la population ayant accès à une eau potable (2006)

	2008
Etats-Unis	99
Canada	100
France	100
Allemagne	100
Italie	100
Espagne	100
Royaume-Uni	100
Corée	100
Japon	100
Chine	88
Indonésie	80
Vietnam	92
Thaïlande	98
Inde	89
Russie	97
Brésil	91

Sources : Banque mondiale, NATIXIS

L'insuffisance d'eau peut conduire à une situation de pénurie alimentaire, alors que la consommation des chinois de produits alimentaires croît très rapidement (tableau 6).

Tableau 6
Chine : consommation alimentaire (kg/habitant)

	Céréales	Huile	Sucre	Légumes	Fruits	Porc	Bœuf	Mouton	Volaille	Oeufs	Produits laitiers	Somme
déc-00	264,74	18,43	76,36	132,07	46,43	30,19	2,4	2,06	0	6,32	2,67	581,67
déc-01	268,04	18,31	62,42	132,94	48,21	30,86	2,76	2,31	0	5,96	3,65	575,46
déc-02	281,2	18,5	93,6	143,8	49,1	47,9	3,1	3,1	0	9,3	4,9	654,5
déc-03	272,4	19,2	101,1	147,6	48,8	36,7	3,7	4	6,7	7,1	7,3	654,6
déc-04	266,5	18,8	91,6	151,6	57,5	26,6	2,5	2,9	6,9	6,4	7,7	639
déc-05	345,5	20,1	84,7	167,9	61,6	32,2	2,9	3,3	9,6	10,5	11,3	749,6
déc-06	363,6	17,8	87,3	173	59,5	34,4	3,1	3,1	8,9	11	13,3	775
déc-07	366,3	17,2	117,6	170	66,8	27,6	3	3	10,2	10,7	14,6	807
déc-08	422,8	15,7	123,7	170,8	64,9	25,4	2,8	2,6	10,8	12,8	15	867,3
déc-09	453,88	22,59	110	170,84	72,78	31,7	2,69	2,81	11,35	12,91	12,65	904,2

	Production agricole (Kilo/ habitant)		Production agricole (Kilo/ habitant)
1990	492	2000	504
1991	491	2001	505
1992	496	2002	520
1993	498	2003	549
1994	486	2004	585
1995	512	2005	598
1996	544	2006	618
1997	543	2007	638
1998	558	2008	504
1999	547	2000	505

Sources : NBS, NATIXIS