

## La question de la croissance en Chine

*La croissance chinoise a montré des signes de faiblesse nets (construction, automobile, industries de biens intermédiaires, industries peu sophistiquées exportatrices, moins de 6 % de croissance annualisée sur le 3<sup>ème</sup> trimestre (9% de croissance sur un an)) qui ont conduit le gouvernement chinois à un important plan de relance. Le maintien d'une croissance importante en Chine est la condition du maintien d'une croissance mondiale décente, et il nous paraît donc important de savoir :*

- 1- quelle est vraiment la croissance de la Chine ? Les chiffres officiels du PIB sont parfois mis en question ;*
- 2- quelle est vraiment la croissance minimale que le gouvernement chinois est prêt à accepter, compte tenu des exigences de création d'emplois ?*
- 3- par quels moyens (politiques budgétaire, monétaire, salariale, de change) cette croissance minimale peut-elle être obtenue ?*

*Nous pensons :*

- que la « vraie croissance » de la Chine n'a pas une variabilité très différente de celle publiée par le gouvernement ;*
- que la croissance minimale acceptable par le gouvernement est de 9 % par an, compatible avec la création de 10 millions d'emplois privés urbains par an ;*
- que la hausse des dépenses d'infrastructures publiques et l'affaiblissement du RMB devraient être les deux politiques utilisées pour soutenir la croissance.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

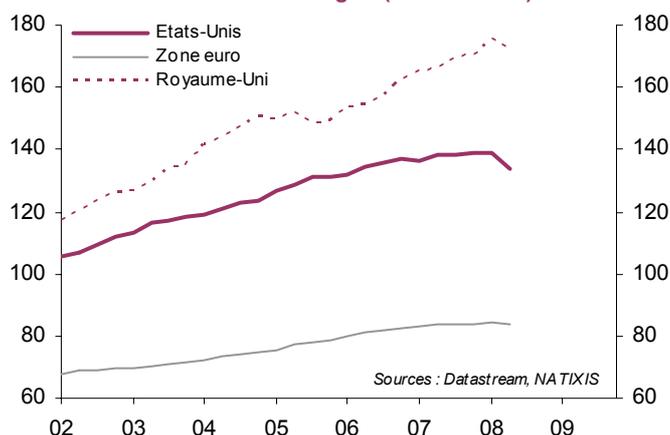
**Patrick ARTUS**

*La bonne nouvelle est donc que la croissance de la Chine va rester forte, la mauvaise nouvelle que le RMB va se déprécier ; ce qui est clairement non coopératif.*

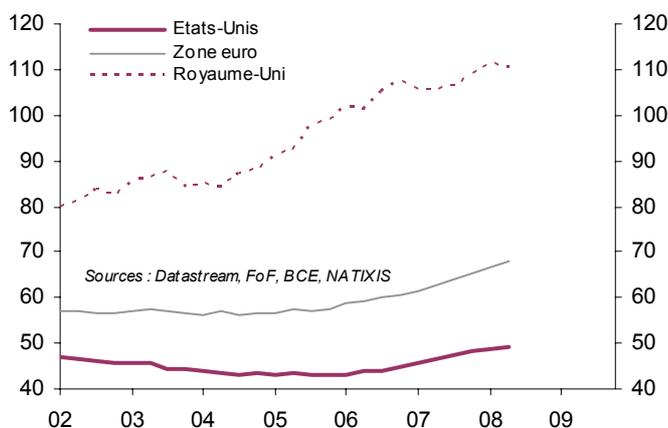
L'importance de la question de la croissance en Chine

On doit s'attendre, dans les grands pays de l'OCDE, à une faiblesse durable de la demande intérieure en raison du besoin de réduction du levier d'endettement des ménages (graphique 1a), en Europe : des entreprises (graphique 1b), des banques (graphique 1c).

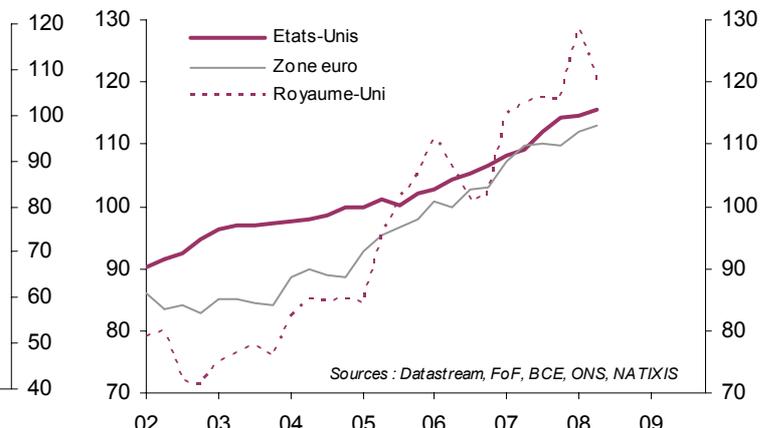
**Graphique 1a**  
Dette des ménages (en % du RDB)



**Graphique 1b**  
Dette des entreprises (en % du PIB)

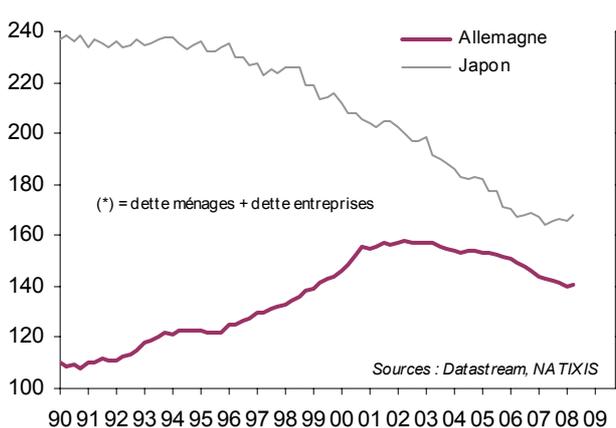


**Graphique 1c**  
Dette du secteur financier (en % du PIB)

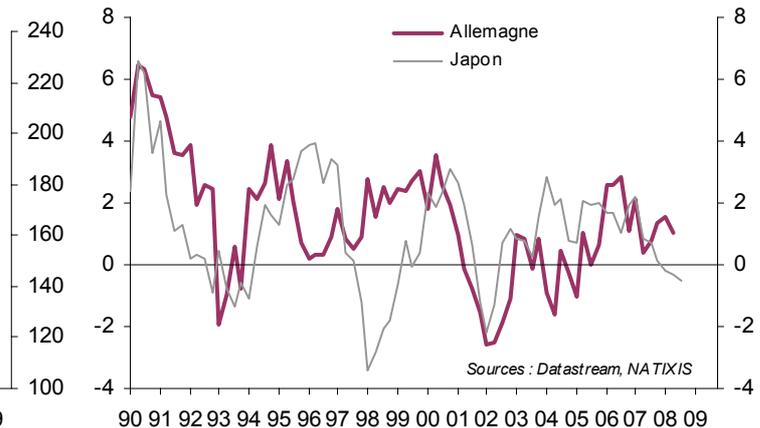


On a vu, en Allemagne et au Japon, que le désendettement du secteur privé pouvait durer très longtemps (graphique 2a) et était effectivement accompagné d'une faiblesse durable de la demande intérieure (graphique 2b).

**Graphique 2a**  
Dette secteur privé\* (en % du PIB)

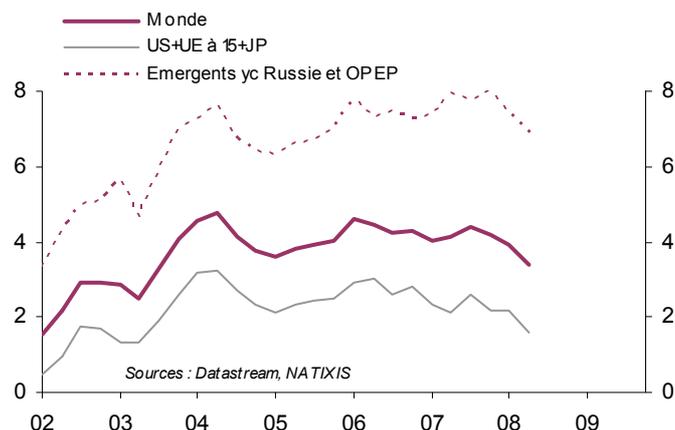


**Graphique 2b**  
Demande intérieure en volume (GA en %)

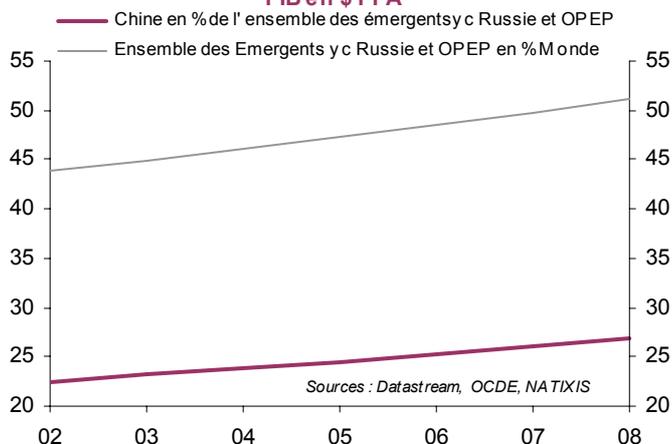


Pour que la croissance mondiale reste forte (graphique 3), si la demande intérieure dans les pays de l'OCDE est faible, il faut que la demande intérieure des pays émergents soit forte, et, à l'intérieur des pays émergents, la Chine a bien sûr un poids très important (graphiques 4a-b).

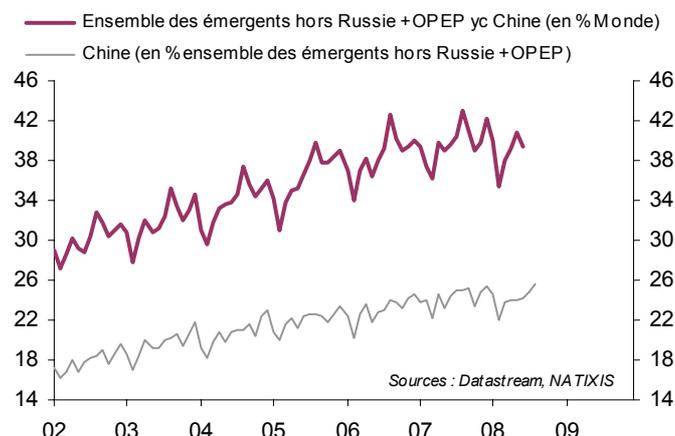
**Graphique 3**  
Croissance du PIB (volume, GA en %)



**Graphique 4 a**  
PIB en \$ PPA



**Graphique 4b**  
Exportations hors énergie



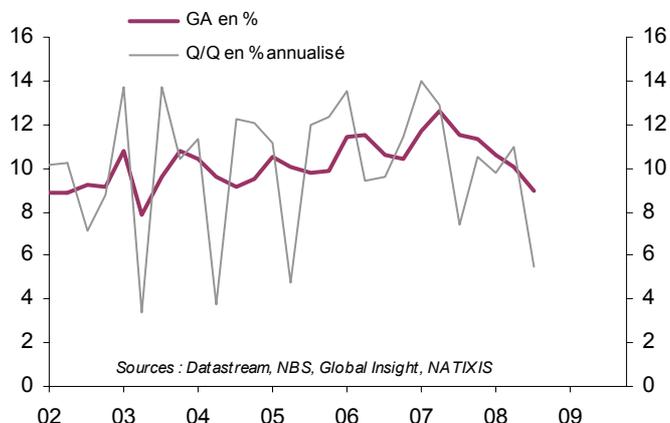
La poursuite d'une croissance rapide de la Chine (de la demande intérieure en Chine) est donc nécessaire au maintien d'une croissance mondiale décente.

**Des signes récents de faiblesse de la croissance en Chine**

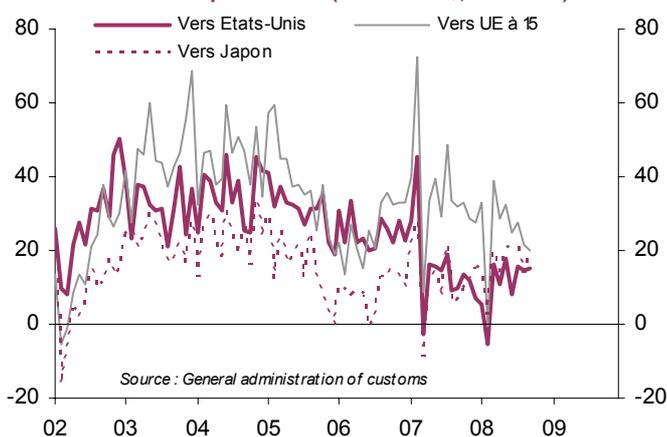
L'affaiblissement présent de la croissance de la Chine (notre estimation de la croissance en Q3 2008 en Q/Q est de 5,6 %, graphique 5) vient assez peu de celui des exportations, même les exportations vers les Etats-Unis, l'Europe et le Japon affichent une croissance assez forte (graphiques 6a-b), mais vient du recul de la demande pour les mêmes biens que dans les grands pays de l'OCDE, c'est-à-dire les biens qui sont achetés à crédit :

- stagnation de l'investissement en construction (graphique 7a) ;
- fort ralentissement des achats de voitures (graphique 7b).

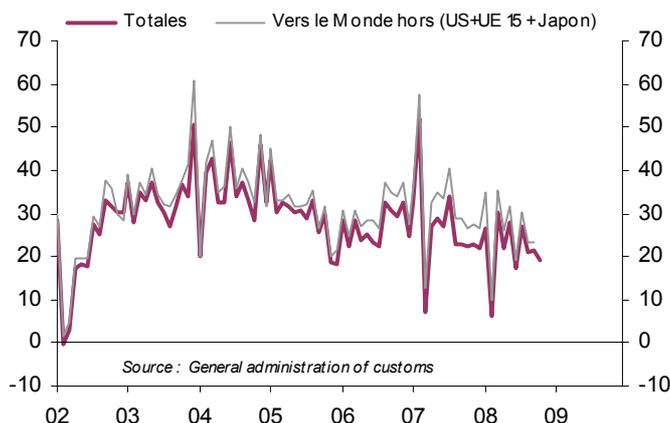
**Graphique 5**  
**Chine : PIB en volume**



**Graphique 6a**  
**Chine : exportations (valeur en \$, GA en %)**



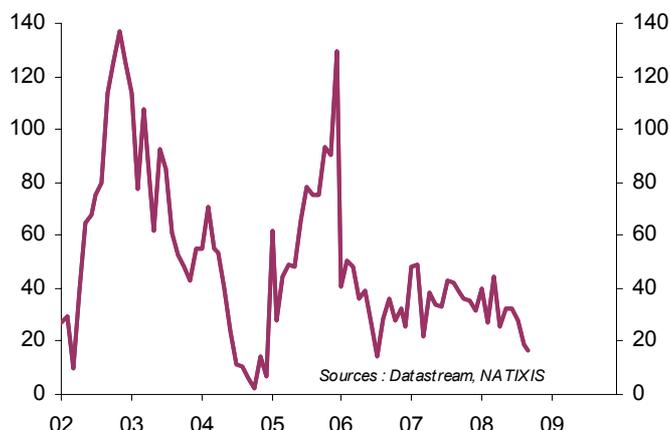
**Graphique 6b**  
**Chine : exportations (valeur en \$, GA en %)**



**Graphique 7a**  
**Chine : investissement en construction (cumul sur l'année, GA en %)**



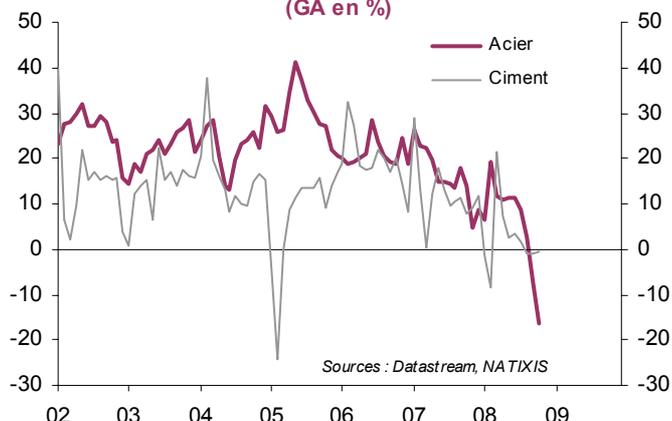
**Graphique 7b**  
**Chine : ventes de voitures (GA en %)**



En conséquence, les secteurs industriels liés à la construction ou à l'automobile (ciment, acier...) souffrent (**graphique 8a**), d'où aussi un affaiblissement de la demande d'électricité et de la production industrielle globale (**graphique 8b**).

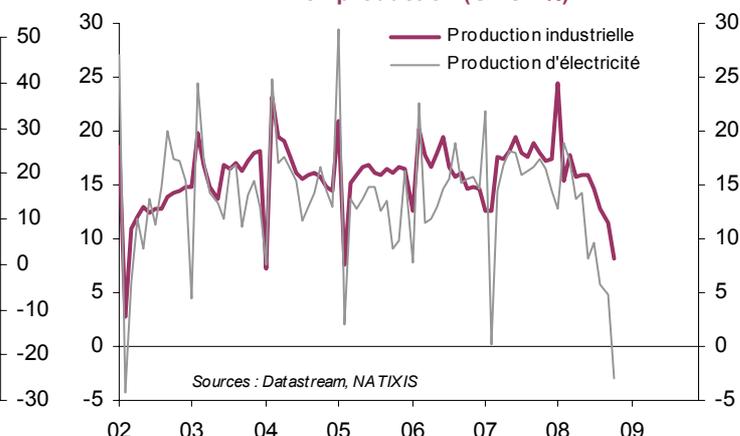
Graphique 8a

Chine : production de matières premières (GA en %)



Graphique 8b

Chine : production (GA en %)

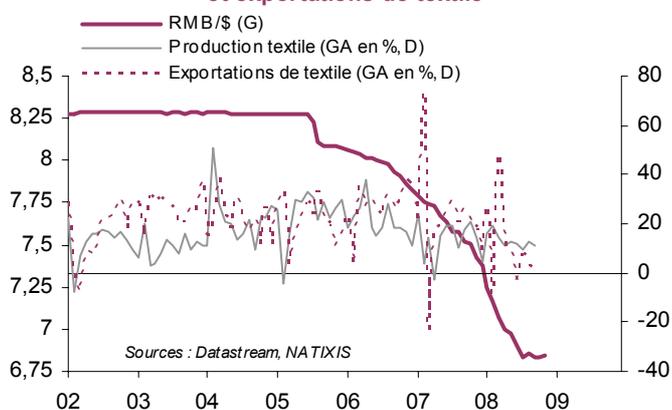


Sont aussi en difficulté, surtout en raison de l'appréciation du RMB, les secteurs bas de gamme, à marges faibles, exportateurs, comme le jouet ou le textile (graphique 9).

Ces signes de faiblesse de l'économie chinoise inquiètent, car si les importations de la Chine continuent à ralentir (graphique 10), l'un des derniers moteurs de la croissance mondiale va disparaître.

Graphique 9

Chine : taux de change, production industrielle et exportations de textile



Graphique 10

Chine : importations en valeur en \$ (GA en %)



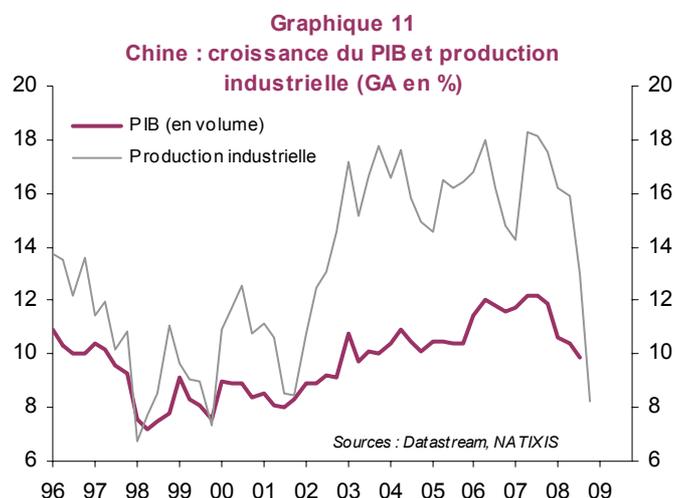
Le gouvernement chinois vient, pour stimuler l'économie, de lancer un plan de relance par les investissements publics de 4000 Mds de RMB.

Pour essayer de prévoir les politiques économiques qui vont être menées en Chine dans le futur, nous nous interrogeons :

- sur le vrai niveau de la croissance chinoise ;
- sur le niveau de croissance minimum acceptable par les autorités chinoises ;
- sur les politiques économiques qui peuvent être menées pour atteindre cette croissance minimum.

## Vrai niveau de la croissance chinoise

On avance souvent que **la croissance chinoise mesurée par le PIB lisse les évolutions réelles**. On voit, par exemple qu'elle est beaucoup plus lisse que la production industrielle (**graphique 11**) qui a pourtant un poids important dans la valeur ajoutée totale (**tableau 1**).



**Tableau 1**  
**Chine : parts dans la valeur ajoutée en % (2007)**

Industrie manufacturière	Construction	Services	Agriculture
42,0	5,5	39,9	12,6

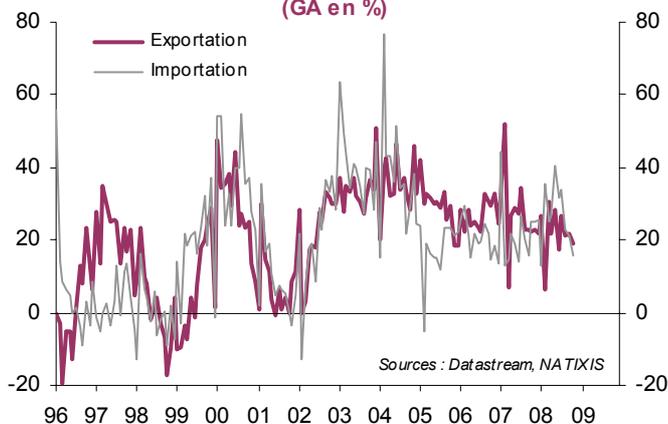
Sources : EIU, source nationale, calcul NATIXIS

Nous allons essayer de **reconstituer les vraies oscillations de la croissance chinoise** de la manière suivante :

- nous partons **des variables liées à la croissance ou qui expliquent la croissance** : production industrielle (**graphique 11**), exportations, importations (**graphique 12a**), ventes au détail (en volume), investissement total, investissement en construction (**graphique 12b**), production d'électricité, consommation de pétrole (**graphique 12c**), crédit (**graphique 12d**) ;
- nous réalisons une analyse en composantes principales de ces variables, et nous calons **les deux premiers facteurs issus** de l'analyse sur la croissance officiellement mesurée du PIB. Ceci nous fournit une **croissance corrigée du PIB chinois**, tenant compte des informations cycliques (**graphique 13**), égale à une somme pondérée de deux premiers facteurs.

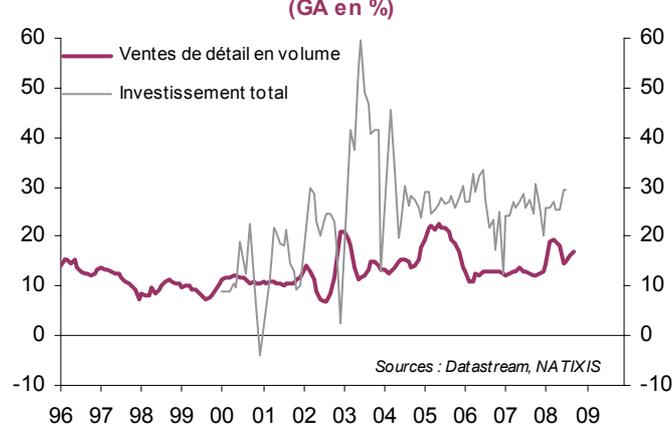
Graphique 12a

Chine : exportations et importations en \$  
(GA en %)



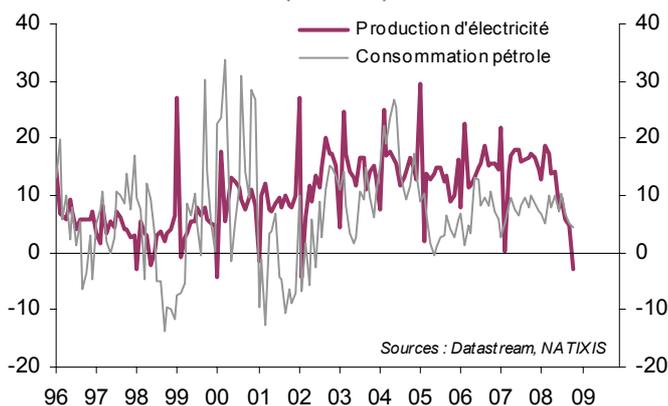
Graphique 12b

Chine : ventes au détail et investissement total  
(GA en %)



Graphique 12c

Chine : production et consommation d'énergie  
(GA en %)



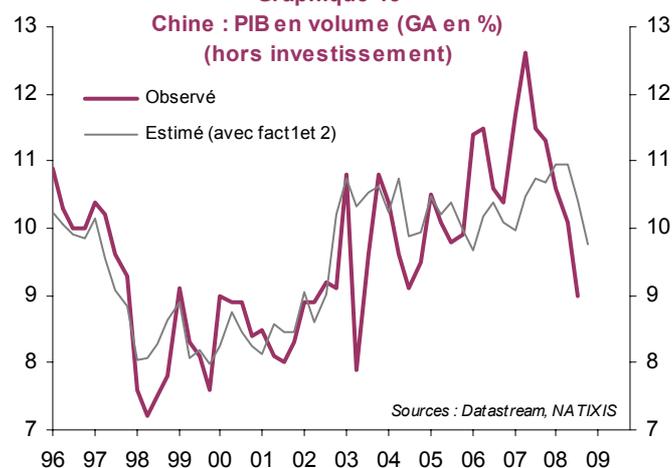
Graphique 12d

Chine : crédits (GA en %)



Graphique 13

Chine : PIB en volume (GA en %)  
(hors investissement)



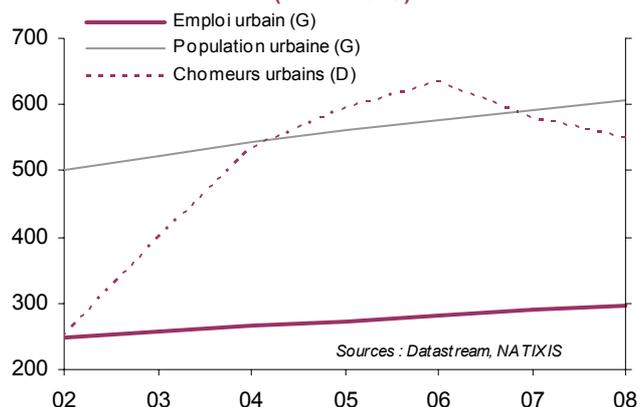
Puisque nous calons la croissance estimée sur la croissance observée, **les deux séries ont la même moyenne : nous ne pouvons pas dire ici si la croissance de la Chine est structurellement sous-estimée. Mais nous voyons que les indicateurs de la croissance ne fournissent pas une série plus variable que la série publiée.**

**Quelle est la croissance minimale acceptable pour le gouvernement chinois ?**

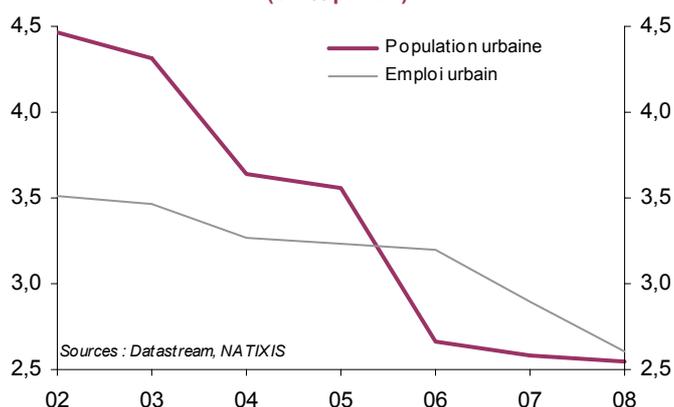
Nous devons nous demander **quel est le taux de croissance qui génère le nombre suffisant de créations d'emplois.**

Regardons d'abord l'évolution de la population urbaine, de l'emploi urbain et du taux de chômage urbain (tel qu'il est donné par les statistiques officielles, le taux de chômage réel étant sans doute nettement plus élevé, **graphiques 14a-b**).

**Graphique 14a**  
Chine : population, emploi et chômage urbain  
(en millions)



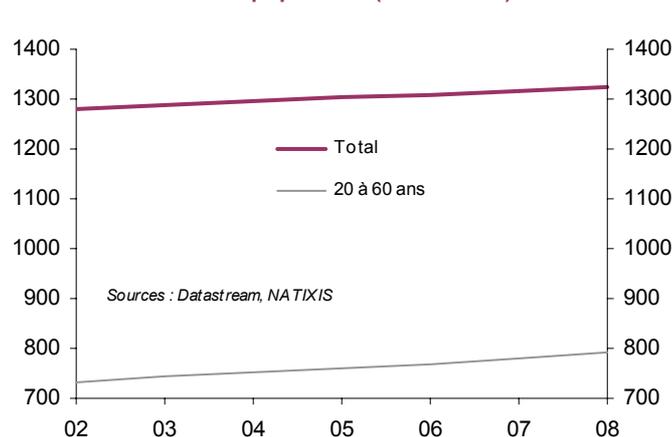
**Graphique 14b**  
Chine : population et emploi urbain  
(en % par an)



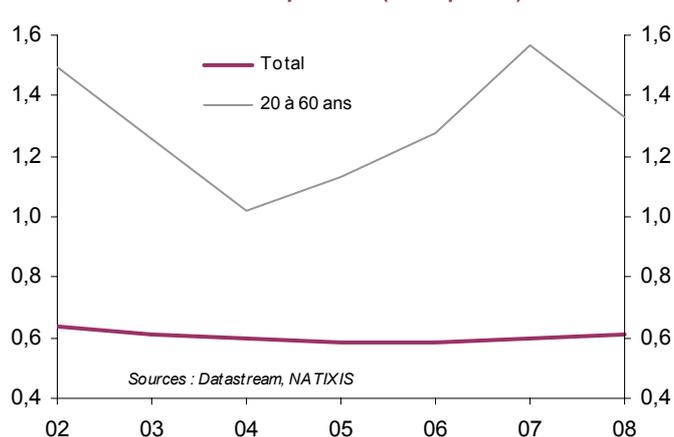
Le besoin d'emplois urbains est alimenté par les migrations des campagnes vers les villes et par la croissance démographique (**graphiques 15a-b-c**).

Le besoin d'emplois urbains est aussi alimenté par les pertes d'emplois dans les administrations et dans les entreprises d'Etat (**graphique 16**).

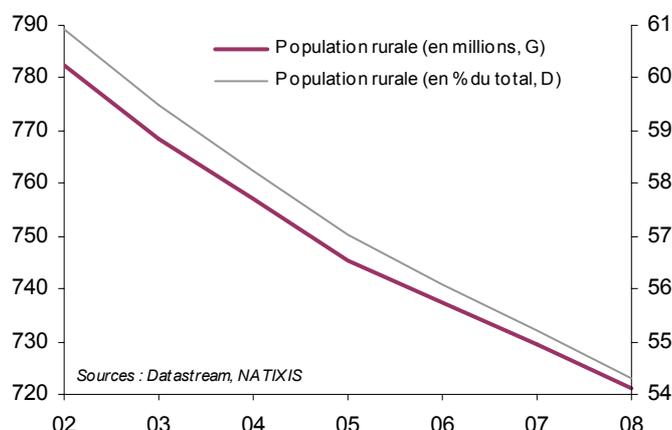
**Graphique 15a**  
Chine : population (en millions)



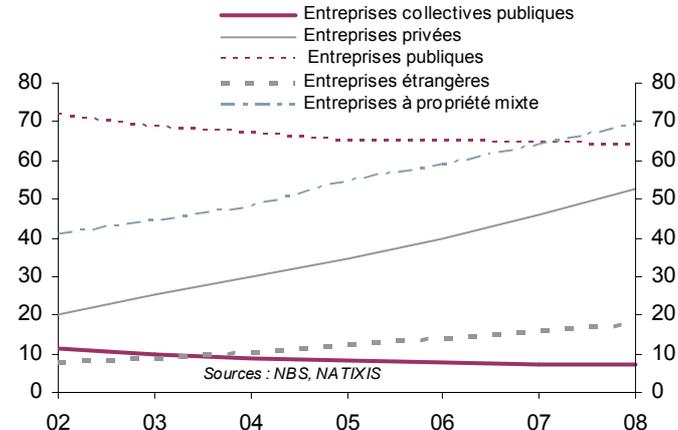
**Graphique 15b**  
Chine : Population (en % par an)



**Graphique 15c**  
**Chine : population rurale**



**Graphique 16**  
**Chine : structure de l'emploi urbain (millions)**



**Au total, nous pensons que la croissance doit être telle, que l'emploi urbain non public augmente au moins de 10 millions par an.**

Le chômage urbain semble être stable quand l'emploi urbain augmente de 3 % par an, c'est-à-dire de 9 millions de personnes.

La population en âge de travailler a augmenté en 2008 de 10,5 millions de personnes. La population urbaine représentait 46 % de la population totale, ceci donne une hausse de 4,8 millions de personnes de la population urbaine en âge de travailler, hors migrations.

Les migrations totales sont de 9,8 millions de personnes vers les villes, soit 4,9 millions d'actifs potentiels. **4,8 + 4,9 =, 9,7 millions est une estimation raisonnable de la hausse de la population active urbaine.**

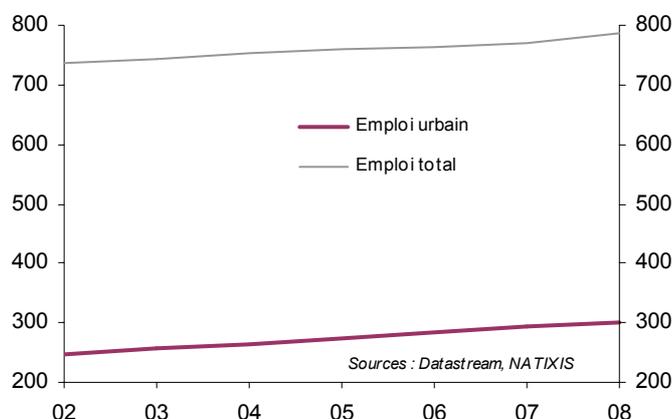
**Ceci est cohérent avec une hausse nécessaire de 9 millions d'emplois urbains pour stabiliser le chômage urbain.**

**Mais il y a toujours 1 million d'emplois perdus chaque année dans le secteur public (graphique 16), d'où un besoin de 10 millions d'emplois urbains privés chaque année.**

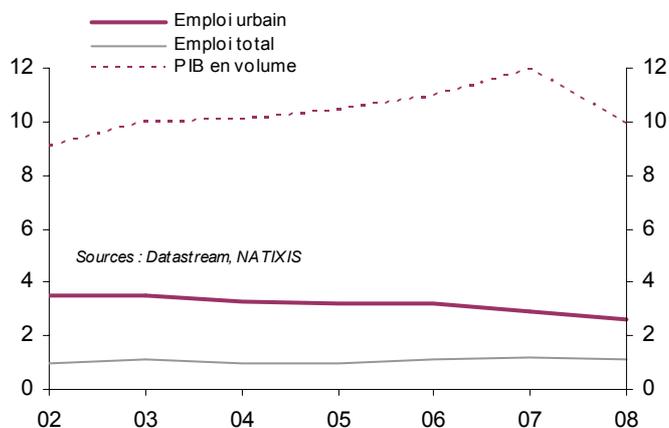
**Il reste à passer de la croissance de l'emploi urbain à celle du PIB (officiellement mesuré).**

L'emploi total augmente de 1,1 % par an, l'emploi urbain de 2,5 à 3 % par an (graphiques 17a-b).

**Graphique 17a**  
Chine : emploi (en millions)



**Graphique 17b**  
Chine : emploi et PIB en volume (en % par an)



Les gains de productivité pour l'ensemble de l'économie sont donc, en 2008 de 8,8 %, ce qui est considérable.

Si on y ajoute 10 millions d'emplois privés urbains, l'emploi total devrait progresser de 1,1 à 1,2 % : ceci donnerait une croissance minimale de 10 %.

Mais les gains de productivité pourraient revenir au niveau de 2002, en période de freinage économique : 8 % par an. Ceci donnait une croissance minimale de 9 %.

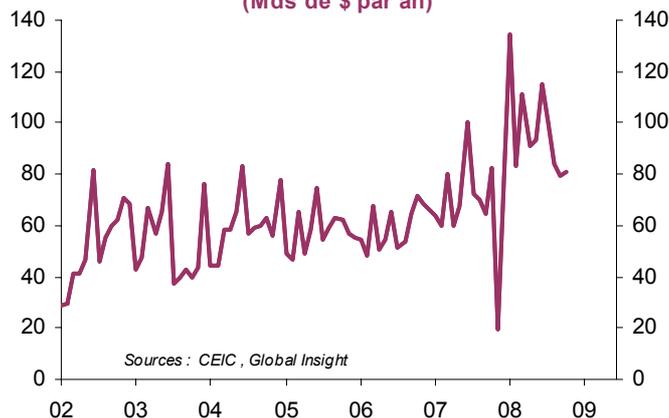
Il nous semble donc que la croissance minimale acceptable par le gouvernement chinois est de 9 % par an.

Ce taux de croissance est élevé, car les gains de productivité sont élevés (graphique 17b).

Ceci vient :

- des migrations des campagnes vers les villes, qui accroissent fortement la productivité individuelle des migrants ;
- des transferts technologiques par les investissements directs étrangers (graphique 18).

**Graphique 18**  
Chine : investissement direct net  
(Mds de \$ par an)



## Comment obtenir la croissance souhaitée ?

Le gouvernement chinois dispose de **divers instruments** pour obtenir la croissance souhaitée :

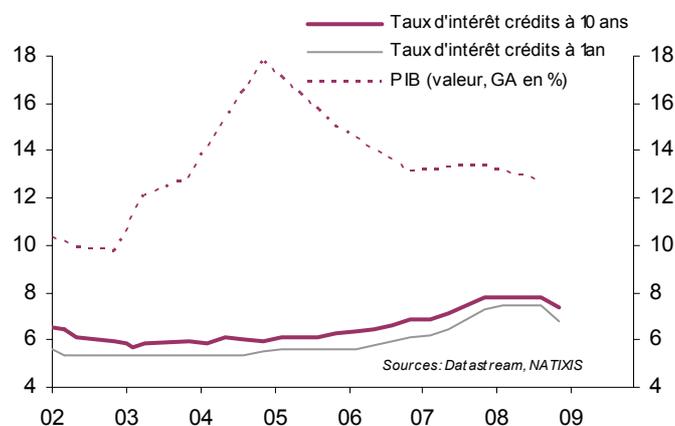
- 1- **politique monétaire** (taux d'intérêt, taux de réserves obligatoires, plafonds de crédit) ;
- 2- **politique budgétaire** (investissements publics) ;
- 3- **politique de change.**

(1) Les taux d'intérêt sont déjà très bas par rapport au taux de croissance (**graphique 19**). Il est donc peu probable qu'une baisse des taux d'intérêt ait beaucoup d'effets sur la croissance chinoise.

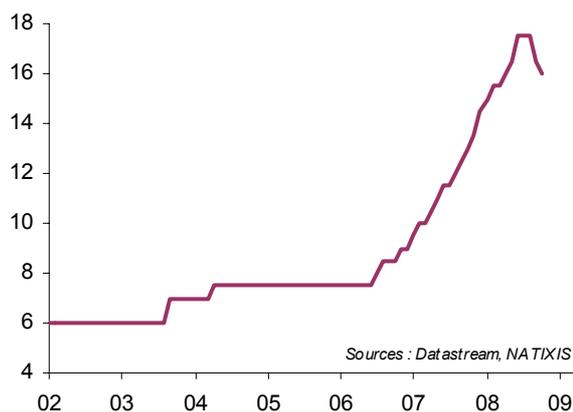
La baisse des taux de réserves obligatoires (**graphique 20**) permet aux banques d'utiliser une plus grande partie de la croissance de la base monétaire pour distribuer du crédit (**graphique 21**). Ceci, avec la hausse des plafonds de crédit pourrait permettre aux banques de distribuer davantage de crédit. **Mais il faut aussi que la demande de crédit puisse augmenter, ce qui n'est pas sûr** : la baisse de 30 % à 20 % du taux d'apport minimal n'a pas fait repartir l'investissement immobilier.

**Nous pensons donc que la politique monétaire risque aujourd'hui d'être assez peu efficace en Chine.**

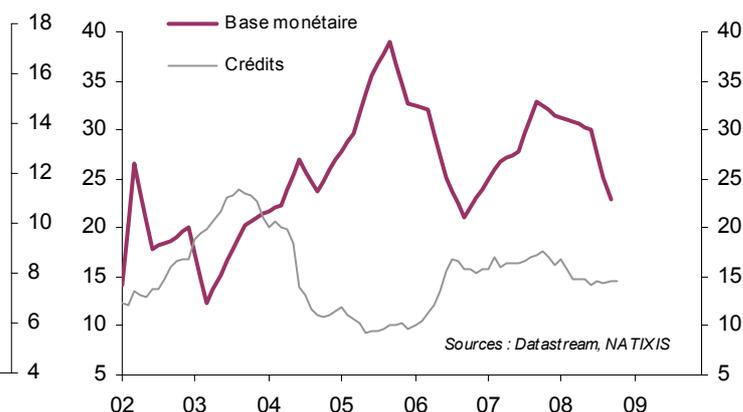
**Graphique 19**  
Chine : PIB courant et taux d'intérêts



**Graphique 20**  
Chine : taux de réserves obligatoires



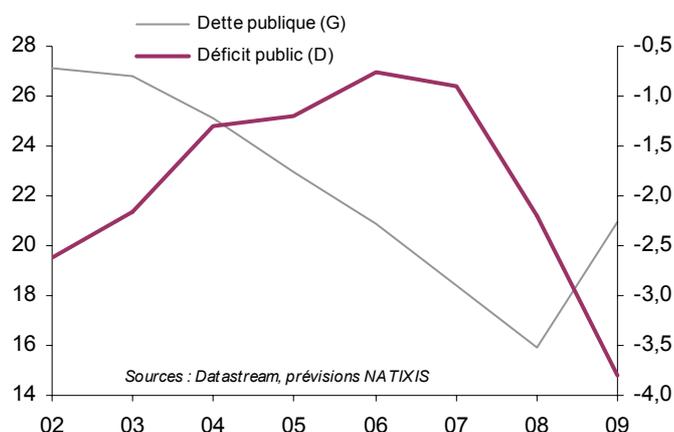
**Graphique 21**  
Chine : base monétaire et crédits (GA en %)



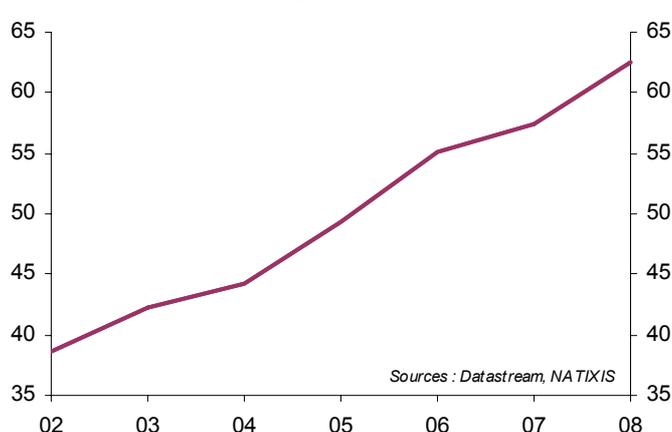
## (2) La capacité à accroître les déficits publics est considérable en Chine ; en effet :

- avant le ralentissement économique, le déficit public était très réduit (1 % du PIB) et la dette publique très faible (15 % du PIB, **graphique 22**) ;
- le taux d'épargne est tellement élevé en Chine (**graphique 23**) que la capacité à émettre une dette publique supplémentaire est énorme ;
- le besoin d'infrastructures publiques étant considérable (train, routes, eau, électricité, santé..., **tableaux 2a-b**), ces dépenses supplémentaires (comme celles annoncées en novembre 2008, **encadré**) sont légitimes.

**Graphique 22**  
Chine : déficit et dette publique (% en PIB)



**Graphique 23**  
Chine : taux d'épargne de nation (en % du PIB)



**Tableau 2a**  
Chine : dépenses d'infrastructures en transport, routes, voies ferrées, marines et aériens (Mds de \$)

	Transport, stockage et service postal	Voies ferrés	Routes	Transport public et urbain	Marine	Aériens
2004	82,30	9,93	53,30	4,78	6,42	3,27
2005	105,81	15,05	66,29	6,42	9,56	3,68
2006	139,70	25,57	78,72	10,73	12,47	5,81
2007	168,88	31,09	90,75	14,22	14,62	7,80

Dépenses d'infrastructures en transport, routes, voies ferrées, marines et aériens (en % de croissance par an)

	Transport, stockage et service postal	Voies ferrés	Routes	Transport public et urbain	Marine	Aériens
2004	20,2	16,5	22,3	-9,7	46	23,3
2005	22,3	45,7	16,4	34,4	46,6	10,6
2006	25,7	60,9	12,5	61,1	27,6	53,2
2007	14,4	20,2	6,5	35,1	11,8	28,1

Source: National Bureau of Statistics

**Tableau 2b**  
Chine : dépenses publiques de santé (en % du PIB)

2000	1,76
2001	1,64
2002	1,72
2003	1,74
2004	1,79
2005	1,79
2006	1,81

Source : WDI, NATIXIS

### Encadré : le plan de relance budgétaire de la Chine

L'essentiel du programme de relance budgétaire chinois annoncé le 8 novembre 08 est consacré à des grands travaux d'infrastructure et à des politiques sociales. Il prévoit :

- de nouvelles constructions d'autoroutes, des lignes de chemin de fer et d'aéroports,
- la modernisation du réseau électrique,
- des investissements en éducation,
- l'injection de RMB100mds supplémentaires au secteur de la construction,
- des subventions aux populations rurales,
- des aides au logement,
- des investissements pour la protection de l'environnement (traitement des déchets, potabilisation de l'eau...),
- l'accélération de la reconstruction des zones dévastées par le tremblement de terre de 2008 (Wunchuan) et par les tempêtes de neiges de l'hiver 2008,
- la réforme du régime de la TVA qui devrait permettre aux entreprises d'économiser plus de RMB120mds par an en exonérations d'impôts sur leurs investissements en équipement.

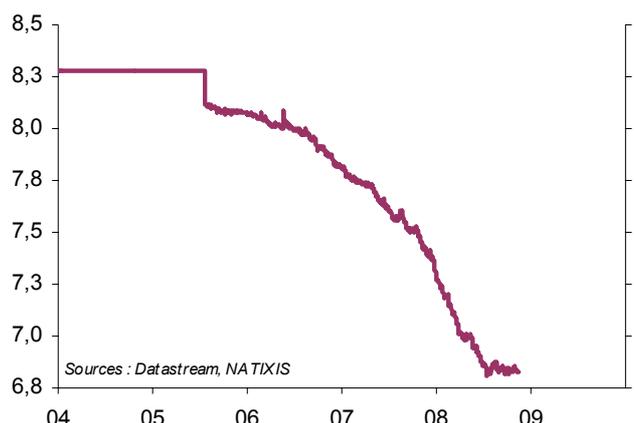
Le programme de relance engage la somme de RMB4trillions, soit USD580mds en trois ans, ce qui représente chaque année à peu près 8% du PIB. Cependant, l'annonce inclut des dépenses déjà enclenchées comme par exemple celles de reconstruction des zones dévastées par des désastres naturels et les dépenses en infrastructure de transport (le Conseil d'Etat avait récemment approuvé un plan de RMB 2 trillions pour construire des chemins de fer d'ici à 2020). Les nouvelles sommes engagées par le gouvernement chinois ne représentent en réalité qu'un tiers du montant du programme annoncé. L'impulsion budgétaire est de l'ordre chaque année de 2,5% du PIB, d'ici à 2011 (sous l'hypothèse que les dépenses se font de façon échelonnées à part égale).

Par rapport aux modalités de financement du plan de relance, un peu plus d'un quart du financement sera assuré par le gouvernement central (RMB1,1 trillion). Le reste viendra des gouvernements régionaux ainsi que des émissions des entreprises publiques et des collectivités locales. Le plan de relance devrait contribuer à éloigner le risque d'une décélération forte en 2009 en rajoutant environ 2 points de PIB à la croissance. Le plan semble tout à fait raisonnable et viable compte tenu des marges de manœuvre dont disposent les finances publiques chinoises (la dette publique rapportée au PIB se situe en 2008 dans des niveaux inférieurs à 20% du PIB).

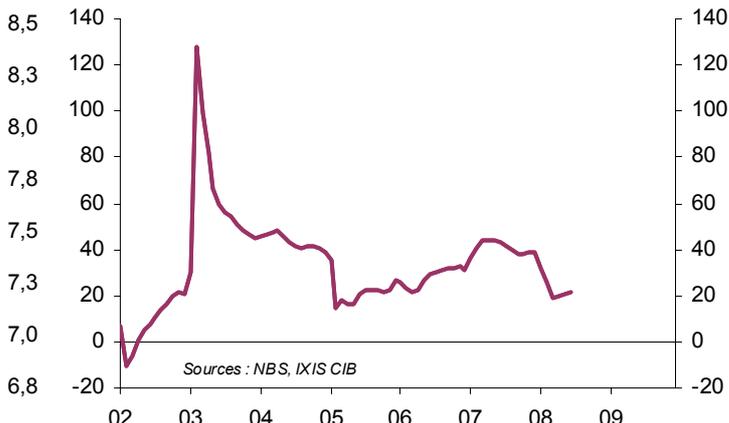
(3) Les autorités chinoises ont mentionné la possibilité d'affaiblir (et plus seulement de stabiliser, **graphique 24**) le RMB par rapport au dollar.

La hausse des dépenses d'infrastructures publiques relance la croissance, mais ne soutient ni la demande privée, ni les secteurs en difficulté (automobile, textile, jouet...). **La dépréciation du RMB permettrait à ces secteurs d'accroître leurs marges bénéficiaires**, c'est-à-dire le mouvement inverse de celui qu'avait imposé l'appréciation du RMB (**graphique 25**) à partir de la fin de 2007.

**Graphique 24**  
Chine : taux de change RMB/\$



**Graphique 25**  
Chine : profits des entreprises (GA en %)



**Synthèse : une bonne  
et une mauvaise  
nouvelle pour le Reste  
du Monde**

Nous avons d'abord évalué **la « vraie » croissance de l'économie chinoise** (elle a une variabilité similaire à la croissance publiée), **puis le niveau le plus faible de croissance que le gouvernement chinois peut accepter** (9 % par an).

Nous avons ensuite examiné **quelles politiques le gouvernement chinois pourra mettre en œuvre** pour soutenir la croissance alors que plusieurs signes d'affaiblissement apparaissent.

Une politique monétaire plus expansionniste serait sans doute peu efficace.

**Nous pensons que le gouvernement chinois se reposera sur la hausse des dépenses d'infrastructures publiques, ce qui a déjà été décidé, et sur un affaiblissement du RMB.**

**La bonne nouvelle** est donc que la croissance chinoise va rester forte ; **la mauvaise nouvelle** est que le gouvernement chinois va sans doute affaiblir le RMB par rapport au dollar, ce qui sera, à juste titre, considéré comme très non coopératif.