

document de travail

janvier 2006

12

Chine : la croissance et ses déséquilibres

François-Xavier Bellocq (bellocqfx@afd.fr)

Jean-Raphaël Chaponnière (chaponnièrjr@afd.fr)



Département de la Recherche

Agence Française de Développement 5 rue Roland Barthes
Direction de la Stratégie 75012 Paris - France
Département de la Recherche www.afd.fr

Sommaire

	Introduction et synthèse	4
<hr/>		
1.	Les performances remarquables du régime de croissance chinois ne doivent pas occulter certaines de ses fragilités	6
1.1	La Chine a besoin d'une forte croissance pour éviter la dégradation d'une situation sociale préoccupante	6
1.2	Le taux d'investissement atteint un niveau sans précédent mais les signes de surchauffe s'estompent	9
1.3	Bien que souhaitable du point de vue de la résorption des déséquilibres, le redéploiement du régime de croissance vers la consommation est peu probable à moyen terme	11
1.4	L'atterrissage en douceur de l'économie chinoise est l'évolution la plus probable. Le ralentissement serait plus marqué si la conjoncture américaine se détériorait fortement	12
<hr/>		
2.	La réforme du système bancaire commence à produire des résultats positifs mais la nature du cycle d'investissement est porteuse de vulnérabilités	14
2.1	La réforme du système bancaire se traduit par un assainissement progressif des bilans mais ceux-ci demeurent fragiles en moyenne et la culture du risque est globalement lacunaire	14
2.2	L'attrait des banques étrangères pour le marché financier chinois ainsi que l'abondance des ressources financières de l'Etat facilitent la mise en œuvre de la réforme bancaire	16
2.3	Les risques de crises de solvabilité ou de liquidité systémiques sont aujourd'hui limités mais le système bancaire chinois est exposé à un cycle d'investissement qui pourrait générer une nouvelle vague de prêts non performants (PNP)	18
<hr/>		
3.	Une insertion commerciale réussie, une capacité de financement externe importante et une liquidité en devises forte portent les risques économiques externes à un très faible niveau	22
3.1	L'économie chinoise devient de plus en plus sensible à la conjoncture du commerce mondial mais sa très forte compétitivité-prix demeure pour elle un atout considérable	22
3.2	L'équilibre de la balance des paiements chinoise génère d'importantes capacités de financements externes se traduisant par une accumulation rapide de réserves internationales	24

Liste des graphiques

1.	Taux de croissance par secteurs	6
2.	Evolution de l'emploi	6
3.	Revenus urbains et ruraux	7
4.	Population urbaine et rurale	7
5.	Taux d'investissement	9
6.	Importations de biens d'équipement	9
7.	Evolution de l'inflation et de la FBCF et solde courant	10
8.	Epargne en Chine, Corée, France et Japon	11
9.	Evolution de l'épargne des ménages	11
10.	Taux de croissance du PIB, de la demande externe et de la demande domestique	12
11.	Hausse des prix	12
12.	Conjoncture américaine et évolution des importations en provenance de Chine	13
13.	Prêts non performants rapportés à l'encours de prêts	15
14.	CAR des quatre principales banques publiques	15
15.	Revenus, dépenses et soldes budgétaires	17
16.	Dettes publiques	17
17.	Ratios Réserves obligatoires/Excès de réserves obligatoires	19
18.	Taux de dollarisation des dépôts et couverture des dépôts dollarisés par les réserves de la banque centrale	19
19.	Taux d'investissement	20
20.	Croissance annualisée du crédit aux entreprises	20
21.	Contributions au financement de l'investissement	21
22.	Taux d'ouverture	22
23.	Structure des exportations	22
24.	Solde commercial et solde courant	23
25.	Solde commercial par secteurs	23
26.	Principaux soldes de la balance des paiements chinoise	24
27.	Réserves internationales brutes (en Mds USD) et indicateur de liquidités en devises (en mois d'importations)	24
28.	Indice du taux de change effectif réel	25
29.	Taux de change du Renminbi	25

Liste des tableaux

1.	Simulation de la dette publique consolidée de la Chine et réalisée par le FMI	18
2.	Dettes extérieures de la Chine	25

Introduction et synthèse

Avec une croissance annuelle de l'ordre de 9 %, la Chine est sur une dynamique de doublement de son PIB tous les huit ans. Le caractère remarquable de cette performance ne doit pas occulter cependant les vulnérabilités du régime de croissance dont elle découle :

- parmi ces vulnérabilités, il faut mentionner que le contenu en emplois de la croissance chinoise a diminué dans les années 1990, notamment parce que l'industrie - qui est le secteur le plus dynamique de l'économie - n'a pas créé d'emplois nets au cours de cette période. En conséquence, si la croissance chinoise a permis de réduire le taux de pauvreté, elle s'est aussi accompagnée d'un accroissement important des inégalités sociales, particulièrement entre les zones urbaines et rurales. Cette montée des inégalités est une des causes de la montée des conflits sociaux observée en Chine, et reconnue par les autorités, depuis une dizaine d'années. Dans une perspective de risque-pays, cette tendance reflète un risque social qui ne peut pas être considéré comme négligeable mais qui pourrait néanmoins demeurer stable si la croissance se maintient ;
- la deuxième source de risque associée au régime de croissance chinois découle de la forte progression de l'investissement sur la base d'un niveau déjà très élevé. En 2004, le taux d'investissement chinois était de 45 % du PIB et ce ratio pourrait atteindre 50 % du PIB cette année. Dans ce contexte, la question de la soutenabilité de l'investissement, et partant de la croissance chinoise, semble se poser. Pourtant, force est de constater que, contrairement à la dernière phase haussière du cycle (1990-1993), la croissance de l'investissement ne s'accompagne aujourd'hui ni d'une dégradation du compte courant, ni d'une accélération significative de l'inflation. L'absence de signes de surchauffe devra néanmoins être confirmée dans les prochains mois ;
- la dernière faiblesse de ce régime de croissance tient à sa forte exposition à la conjoncture américaine. Les exportations chinoises vers les Etats-Unis représentent en effet 15 % du PIB et les effets d'entraînements sont probablement plus importants si l'on tient compte des investissements domestiques et étrangers réalisés en Chine pour approvisionner le marché américain. Dans les années à venir, la Chine est donc exposée à une récession américaine et au scénario noir que certains économistes envisagent dans le cadre d'une "crise du dollar"¹. Une tel scénario se solderait par un ralentissement prononcé des importations américaines, et plus généralement du commerce mondial, qui serait très préjudiciable aux entreprises chinoises devant assurer la rentabilité d'investissements très importants. Cela se produirait alors même que l'on assiste déjà à une diminution des marges moyennes de ces entreprises (en raison de la baisse du prix des outputs induite par l'accélération de la concurrence interne alors que le prix des inputs tend à augmenter en raison de la hausse du prix des produits de base notamment).

Des vulnérabilités importantes demeurent concentrées dans le système bancaire chinois même si les réformes entreprises au début des années 2000 commencent à porter leurs fruits :

- au cours des années 1990, la forte croissance du crédit financée par allocation administrée des ressources bancaires (souvent vers des entreprises publiques peu ou pas rentables) a fragilisé le bilan des banques. En particulier, le

¹ C'est notamment le scénario envisagé par l'ancien directeur-adjoint du Département de la Recherche du FMI dans : M. Goldstein (2005), "What might the next emerging-market financial crisis look like ?", in Working Paper de l'Institute of International Economics, juillet.

boum du crédit du début des années 1990 s'est soldé par un accroissement des prêts non performants (PNP) à la fin de la décennie. Les réformes entreprises il y a quelques années se traduisent aujourd'hui par une réduction sensible des PNP dans les bilans bancaires (notamment en raison de leur transfert vers des agences de défaillance) et par une amélioration beaucoup plus lente de la capitalisation bancaire : les banques respectant la norme locale de *Capital Adequacy Ratio* (CAR) de 8 % représentaient 48 % de l'actif bancaire en juillet 2005. L'une des faiblesses majeures du système bancaire chinois est cependant une gestion du risque qui demeure lacunaire au regard des pratiques en œuvre dans les économies de marché développées. Cela s'explique notamment par le fait qu'en dépit de la politique de réforme menée depuis Pékin, les représentants des organes provinciaux du parti communiste chinois conservent une influence importante dans le secteur bancaire tout en ayant un biais très prononcé en faveur de l'investissement et de la croissance dans leurs provinces ;

- il est néanmoins possible que ces fragilités, bien que toujours importantes, puissent être atténuées dans les années à venir. En effet, attirées par un marché de l'épargne d'une taille considérable (800 Mds USD), les banques internationales soutiennent la réforme du système bancaire chinois comme en témoignent les nombreuses prises de participations au capital de banques publiques réalisées cette année. Ces prises de participation devraient se traduire par des améliorations, certes très progressives, au plan du management et de la culture du risque dans les banques chinoises. De plus, la situation des finances publiques paraît suffisamment saine, selon les informations disponibles et les simulations de dynamique de la dette publique réalisées par le FMI, pour absorber le coût de la restructuration bancaire ;
- par ailleurs, le risque de crise de liquidité systémique est aujourd'hui très limité en Chine car le secteur bancaire est au contraire sur-liquide. De plus, et cela va dans le sens d'un abaissement du risque de crise de liquidité, les dépôts bancaires sont très peu dollarisés. Le risque le plus important concerne le moyen terme : le secteur bancaire est en

effet exposé à un cycle d'investissement qui pourrait générer une nouvelle vague de PNP, notamment dans un contexte où les marges des entreprises sont déjà à la baisse.

Sur le plan des équilibres extérieurs, la situation de la balance des paiements chinoise génère d'importantes capacités de financement externes se traduisant par une accumulation rapide de réserves internationales. Cette tendance est remarquable dans la mesure où elle s'inscrit en rupture de la plupart des processus d'émergence observés en Asie du Sud-Est dans le courant des années 1990 : le dynamisme chinois ne se traduit pas par une fragilisation de ses comptes externes, la balance globale de ce pays étant actuellement nettement excédentaire grâce au dynamisme de ses exportations et à sa capacité d'attraction des capitaux internationaux. Ainsi, avec une balance des paiements générant une capacité de financement externe importante, les réserves en devises de cette économie sont élevées et les risques de crise de liquidité externe aujourd'hui réduits à néant. Au total, le risque le plus important découlant des équilibres externes de la Chine ne porte pas selon nous sur la solvabilité ou la liquidité en devises du pays mais sur sa capacité à conduire une politique monétaire efficace dans le cadre d'un régime de change ancré au dollar.

Ce document de travail ne traite pas de deux risques "exogènes" que sont la grippe aviaire et la question taïwanaise :

- avec 13 milliards de poulets, la Chine est le principal foyer potentiel de l'épizootie. L'apparition d'une variante transmissible d'homme à homme aurait évidemment des conséquences désastreuses pour l'économie chinoise ;
- au printemps 2005, l'Assemblée populaire chinoise a voté une loi autorisant l'usage de la force dans le cas d'une sécession taïwanaise. Le refus de l'indépendance taïwanaise fait l'unanimité en Chine. Dans le cas, encore peu probable où l'Assemblée taïwanaise déclarerait l'indépendance de Taiwan, on pourrait craindre un dérapage qui conduirait à une situation de « *casus belli* » avec les États-Unis.

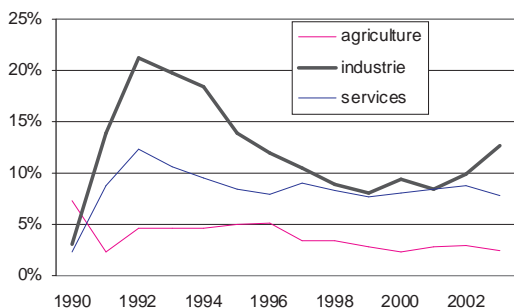
1. Les performances remarquables du régime de croissance chinois ne doivent pas occulter certaines de ses fragilités

1.1. La Chine a besoin d'une forte croissance pour éviter la dégradation d'une situation sociale préoccupante

● **Le contenu en emploi de la croissance chinoise a diminué dans les années 1990. L'industrie qui est le secteur le plus dynamique n'a pas créé d'emplois entre 1990 et 2004 et les créations d'emplois par les services n'ont pas fait baisser le chômage urbain.** Entre 1990 et 2004, la Chine a créé en moyenne 7 millions d'emplois nets par an (20 millions par an dans les années 1980) alors que la population active augmentait de 10 millions chaque année. L'industrie (40 % du PIB) est le secteur le plus dynamique (graphique 1) mais ses effectifs ont peu augmenté depuis 1990. En effet, les créations d'emplois de ce secteur ont seulement compensé les licenciements massifs décidés par les entreprises d'Etat et la stagnation des effectifs des entreprises manufacturières de village² qui avaient absorbé les sureffectifs agricoles au cours de la décennie précédente.

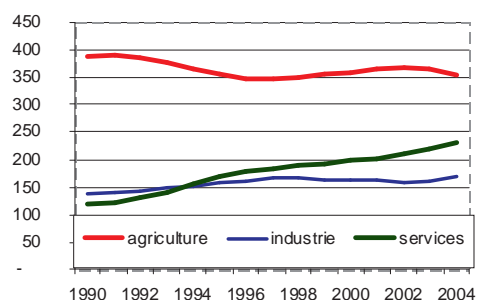
L'agriculture a créé 20 % des nouveaux emplois entre 1990 et 2005 et les services 72 % (graphique 2). Le taux

Graphique 1. Taux de croissance par secteurs (en %)



Source : China Statistical Yearbook (CBY par la suite), calcul des auteurs.

Graphique 2. Evolution de l'emploi (en millions)



Source : China Statistical Yearbook (CBY par la suite), calcul des auteurs.

officiel du chômage a augmenté pour atteindre 4,3 % en 2004 (2,8 % en 1990) dans les villes. Cependant, cette statistique ne traduit pas la réalité³ et le sous-emploi est bien plus élevé. Un taux de croissance de 6 à 7 % est considéré comme un minimum pour éviter la détérioration d'une situation sociale déjà tendue (voir l'encadré 1).

● **La croissance a réduit la pauvreté et amélioré de façon spectaculaire le niveau de vie moyen. Elle a aussi amené les inégalités à un niveau proche de celui de l'Amérique latine.** Au cours des 25 dernières années, le revenu moyen a sextuplé et le nombre de personnes vivant

² Le statut (public, privé ou collectif) de ces entreprises issues des coopératives liées aux communes populaires est flou.

³ Ils ne prennent pas en compte les chômeurs de la population flottante et les salariés débauchés des entreprises d'Etat qui ne perçoivent qu'une allocation de subsistance.

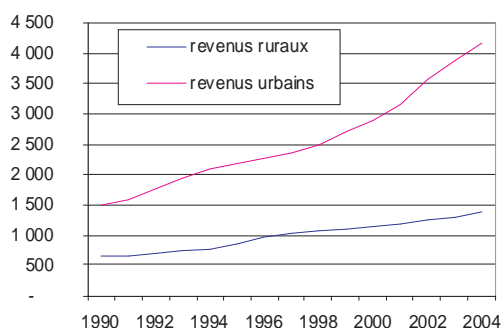
1. Les performances remarquables du régime de croissance chinois ne doivent pas occulter certaines de ses fragilités

en dessous du seuil de pauvreté (28 millions en 2004) a été divisé par neuf. Lancées à la fin des années 1970, les « quatre modernisations⁴ » ont commencé par améliorer de façon significative le niveau de vie des agriculteurs mais leur situation relative s'est dégradée à partir de 1990. Les termes de l'échange de l'agriculture se sont détériorés et l'alourdissement de la pression fiscale sur les campagnes n'a pas été compensé par une amélioration des infrastructures sociales. L'écart de revenu entre zones rurales et urbaines va de 1 à 3 en termes monétaires (graphique 3) et les disparités à l'intérieur des provinces sont souvent plus élevées.

● Par ailleurs, les inégalités sont aggravées par les différences d'accès aux services d'éducation et de santé.

Un quart des dépenses budgétaires pour l'éducation va aux zones rurales (60 % de la population) où les écoles exigent des frais d'écologie qui représentent une lourde charge pour les familles paysannes. Depuis la disparition des « médecins aux pieds nus » qui avaient amélioré la situation des campagnes à l'époque maoïste, l'encadrement sanitaire s'est dégradé et seulement 10 % des ménages ont accès à un centre de santé. Le rapport personnel médical /habitant est trois fois moins élevé dans les zones rurales que dans les villes et l'OMS classe le système des soins chinois au 181ème rang sur 191 en termes d'équité. Prenant en compte ces inégalités, l'Académie chinoise des Sciences estime que l'écart global de revenu va de 1 à 6 entre zones rurales et zones urbaines.

Graphique 3. Revenus urbains et ruraux (en Rmb constant)



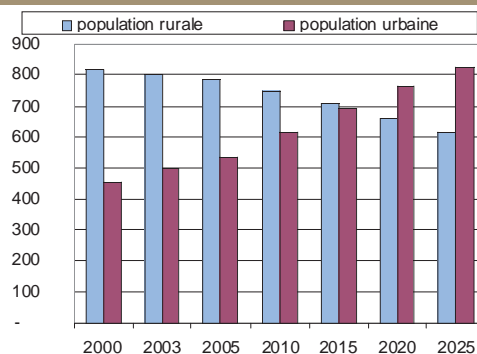
Source : CBY, calcul des auteurs.

● **Ces inégalités sont à l'origine d'un nombre croissant de conflits.** Dans ce cadre, la détérioration de la situation sociale est publiquement débattue. L'arrivée au pouvoir de l'équipe de Hu Jintao a marqué une rupture avec les gouvernements qui se sont succédés depuis 1978. Le nouveau gouvernement a en effet annoncé sa volonté de bâtir « une société harmonieuse » et l'une de ses premières mesures a été la baisse de la fiscalité qui pesait sur les provinces les plus pauvres. L'amélioration de la qualité de la croissance est un objectif du Sixième plan (2006-2010) mais sa mise en œuvre devra surmonter l'opposition des entreprises d'Etat et des provinces qui donnent la priorité à la croissance.

● **D'ici 2020, entre 250 à 450 millions de personnes pourraient quitter les campagnes. Ce transfert maintiendra la pression sur le marché de l'emploi dans les villes.** La Chine aborde les dernières années de sa transition démographique (voir l'encadré 1) : la population active n'augmentera plus que de 30 millions entre 2005 et 2015 pour se contracter ensuite. Alors que le nombre d'entrants sur le marché du travail diminuera, la question de l'emploi deviendra plus pressante dans les villes du fait de l'accélération de l'exode rural.

L'agriculture qui mobilise les deux tiers des emplois ruraux, affiche des rendements élevés à l'hectare. Cela a permis de répondre à l'augmentation de la demande en conservant un taux d'autosuffisance en grains de 95 %. Mais cette agriculture intensive⁵ est caractérisée par une productivité

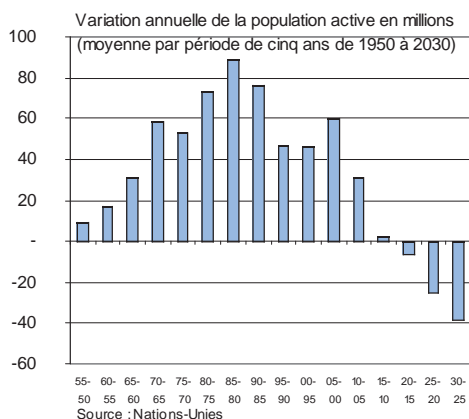
Graphique 4. Population urbaine et rurale (en millions)



Source : Nations Unies.

⁴ Agriculture, Industrie, Science et Défense Nationale.

Encadré 1. La fin de l'aubaine démographique : la Chine sera vieille avant d'être riche



Appliquée de façon stricte dans les villes depuis le début des années 1980, la politique de l'enfant unique provoque un choc démographique. Le taux de fécondité aurait été ramené à 1,8 enfant selon les Nations unies et à 1,3 selon les autorités chinoises (il serait de 1 à Shanghai). Un effet pervers de cette politique est le déséquilibre entre les sexes avec en moyenne 115 garçons pour 100 filles. L'espérance de vie a augmenté rapidement jusqu'en 1990 et plus lentement depuis. Cet indicateur fait apparaître des écarts importants entre les provinces qui illustrent les inégalités.

La population en âge de travailler augmentera de 34 millions d'ici 2015 et se contractera ensuite. La population totale quant à elle, diminuera à partir de 2035. Ainsi, en l'espace d'une génération, la Chine connaîtra un vieillissement

aussi important que la France en un siècle : les plus de 60 ans passant de 10 % à 30 % de la population entre 2005 et 2030 selon le scénario médian des Nations unies. Ce vieillissement sera plus marqué dans les villes où la pression pour l'enfant unique a été plus forte.

La Chine s'engage dans un processus auquel elle est mal préparée. Les solidarités familiales s'étiolent du fait de l'urbanisation alors que les besoins d'entraide seront plus grands. En effet, la conséquence de la politique de l'enfant unique pourrait obliger un enfant à devoir s'occuper de ses deux parents et de ses quatre grands-parents. Par ailleurs, la restructuration des entreprises d'Etat a sapé le système de retraite par répartition qui couvre 45 % des salariés urbains (10 % des ruraux) et exige un prélèvement sur les salaires déjà élevé⁷. La réforme de 1997 qui prévoyait un élargissement du système au secteur privé a été un échec. Aussi, à moyen terme, il reviendra à l'Etat de mettre en place un système de prévoyance qui pourrait représenter une charge considérable (autour de 50 % du PIB).

du travail cinq fois moins élevée que les activités non agricoles. Un tiers de la population active agricole serait en situation de sureffectif. L'exode rural est freiné par les contraintes qu'imposent le certificat de résidence ("*hukou*")⁶ et le fait que les paysans ne sont pas autorisés à hypothéquer le droit d'usage de leurs terres auprès des banques pour obtenir du crédit.

Si elles ont évité à la Chine une urbanisation sauvage, ces restrictions à la mobilité n'ont toutefois pas empêché l'apparition d'une population flottante dont l'effectif serait compris entre 100 et 150 millions. Oscillant entre villes et campagnes, ces migrants ("*mingong*") constituent une source de main-d'œuvre bon marché pour l'industrie. Les autorités hésitent à supprimer le "*hukou*" lui préférant le *statu quo* qui contraint l'économie paysanne à absorber les fluctuations du marché de l'emploi urbain et aggrave les disparités entre villes et campagnes. On devrait donc assister à un relâchement progressif des contraintes qui freinent l'exode rural. Ces flux devraient être amplifiés par le fait que la population urbaine vieillira plus vite que la population rurale (encadré 1). La part de l'emploi agricole pourrait être ramenée de

46 % en 2005 à 25 % en 2020, ce qui provoquera un transfert compris entre 250 et 450 millions de personnes (graphique 4).

• **Le gouvernement a traditionnellement cherché à sortir des problèmes « par le haut » en favorisant la croissance.** Dans les années 1980 la restructuration des entreprises d'Etat apparaissait comme un défi insurmontable mais, dans les années 1990, la montée en puissance des entreprises mixtes et du secteur privé a limité l'impact social des licenciements massifs opérés par le secteur public. Confrontés à la montée des revendications sociales, le gouvernement central et les autorités provinciales ont traditionnellement privilégié la croissance. Cette approche est rejetée par la nouvelle équipe au pouvoir qui a donné la priorité aux réformes. Mais, plus généralement, l'arbitrage entre croissance et réformes semble diviser les autorités. Les réformateurs doivent surmonter les réticences des

⁵ 200 millions d'exploitations familiales recouvrent 100 millions d'hectares et font travailler 300 millions d'actifs.

⁶ En limitant l'accès aux services de santé et d'éducation aux seuls résidents le "*hukou*" freine l'exode rural. On constate toutefois un début de relâchement : les petites villes ne l'exigent plus et d'autres accordent plus facilement un "*hukou*".

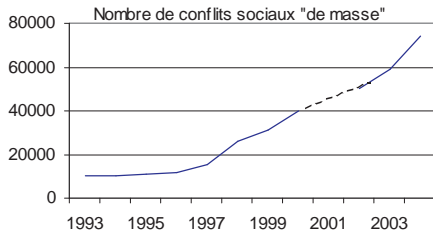
⁷ Les cotisations représentent 25 % des salaires et trois travailleurs financent un retraité.

1. Les performances remarquables du régime de croissance chinois ne doivent pas occulter certaines de ses fragilités

« conservateurs » et des autorités provinciales qui jouissent d'une assez grande marge de manœuvre : les provinces les plus pauvres sont les moins réceptives aux plaidoyers du gouvernement central et affichent les taux d'investissement les plus élevés.

La croissance assure la légitimité du parti communiste qui monopolise le pouvoir et réprime toute tentative d'organisation indépendante, qu'il s'agisse de secte religieuse (réaction au Falun Dong), de syndicats ouvriers ou paysans ou d'entrepreneurs (le Parti s'est d'ailleurs ouvert aux « capitalistes »).

Encadré 2. Le risque social est préoccupant



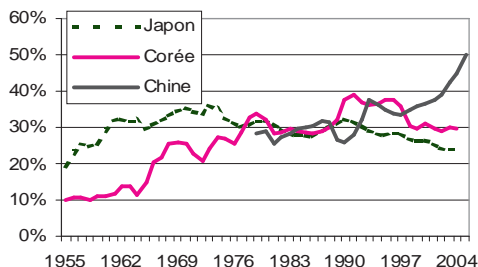
Source : Ministère de la Sécurité Chinoise dans un témoignage à la Commission des relations Etats-Unis - Chine (avril 2005)

Un rapport du ministère du Travail (octobre 2005) commenté par la presse a analysé le risque social et conclu qu'il pourrait atteindre un seuil dangereux si des mesures n'étaient pas prises rapidement. Les manifestations considérées comme étant « de masse » par le ministère de la Sécurité se sont multipliées depuis 10 ans pour atteindre 74 000 en 2004 (au lieu de 10 000 en 1994) impliquant 3,7 millions de travailleurs (au lieu de 730 000 en 1994). Si les plus graves éclatent dans l'ancien bastion industriel du Nord-Est, les provinces côtières (dont celle de Canton) ne sont pas épargnées. Ces mouvements sont motivés par des licenciements abusifs et des exactions commises par les administrations locales - impôts et expropriations - . Les manifestations restent localisées et ne conduisent pas à une remise en cause du monopole du pouvoir du parti communiste. Les autorités redoutent l'émergence d'un syndicat indépendant du type de "Solidarnosc". Confronté à ces manifestations qui expriment une plus grande conscience des Chinois de leurs droits, le pouvoir a changé d'attitude. En effet, s'il continue à réprimer sévèrement les manifestants et à les isoler du reste de la population, il s'attache également à punir les responsables dénoncés à ces occasions. Cette capacité d'adaptation est une force du Parti communiste dont la principale légitimité est la croissance. Publié en octobre 2005, à quelques semaines de la visite du Président Bush, le premier Livre blanc (« Comment construire la démocratie ») du Parti communiste, affirme son refus d'une réforme politique et d'élections libres au delà de l'échelon du village où elles sont déjà pratiquées.

Les manifestations restent localisées et ne conduisent pas à une remise en cause du monopole du pouvoir du parti communiste. Les autorités redoutent l'émergence d'un syndicat indépendant du type de "Solidarnosc". Confronté à ces manifestations qui expriment une plus grande conscience des Chinois de leurs droits, le pouvoir a changé d'attitude. En effet, s'il continue à réprimer sévèrement les manifestants et à les isoler du reste de la population, il s'attache également à punir les responsables dénoncés à ces occasions. Cette capacité d'adaptation est une force du Parti communiste dont la principale légitimité est la croissance. Publié en octobre 2005, à quelques semaines de la visite du Président Bush, le premier Livre blanc (« Comment construire la démocratie ») du Parti communiste, affirme son refus d'une réforme politique et d'élections libres au delà de l'échelon du village où elles sont déjà pratiquées.

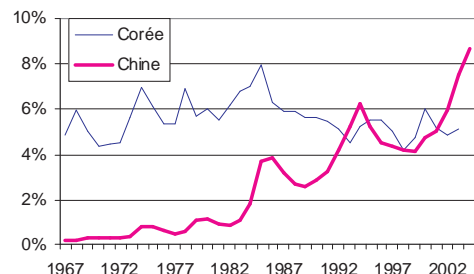
1.2. Le taux d'investissement atteint un niveau sans précédent mais les signes de surchauffe s'estompent

Graphique 5. Taux d'investissement (FBCF/ PIB en %)



Source : Ecwin.

Graphique 6. Importations de biens d'équipement (en % du PIB)



Source : CBY.

● **Le taux d'investissement de la Chine (50 % PIB en 2005) n'a pas de précédent et pose nécessairement la question de sa soutenabilité.**

L'investissement a été le moteur de la croissance asiatique. Il est passé par un maximum de 36 % du PIB au Japon en 1973 et de 40 % en Corée à la veille de la crise de 1997 ; dans ce dernier pays les importations d'équipement représentaient 8 % du PIB au début des années 1980. Ces taux déjà élevés sont bien inférieurs à ceux constatés en Chine⁸. Le rapport FBCF / PIB y dépasse 40 %⁹ depuis 2000 (graphique 5) et l'importance des importations de biens d'équipement (8 % du PIB) témoigne d'un souci d'amélioration de la productivité (graphique 6).

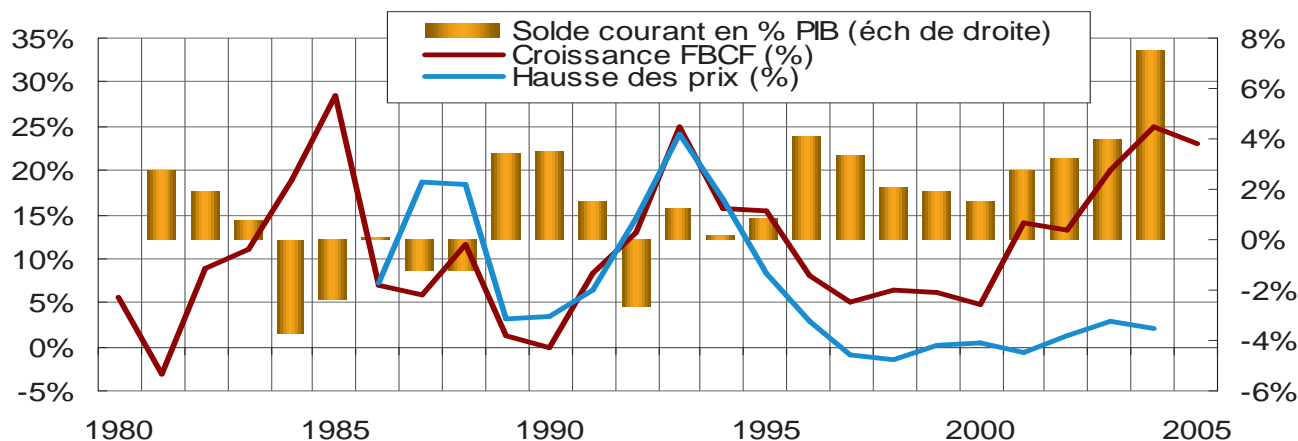
● **Apparus en 2003, les signes de surchauffe se sont estompés alors même que le taux d'investissement a continué d'augmenter.**

Le taux d'investissement, apprécié par le rapport FBCF sur PIB¹⁰ a évolué de façon cyclique au cours des 20 dernières années. Après la crise de

Tiananmen, il a augmenté jusqu'à atteindre 43 % du PIB en 1993 : à cette époque, le creusement du déficit courant et la hausse de l'inflation signalaient clairement une situation de surchauffe (graphique 7). Dans ce cadre, le gouvernement a pris des mesures administratives pour diminuer l'investissement qui, rapporté au PIB, est passé par un minimum en 2000. Depuis, le lancement de grands travaux¹¹, l'autorisation donnée aux ménages d'acquiescer leur logement et le niveau assez faible des taux d'intérêt ont engagé la Chine dans une nouvelle phase haussière de son cycle d'investissement.

Des signes de surchauffe (hausse des prix, tensions sur les approvisionnements) sont apparus en 2003 et les autorités ont pris des mesures qui n'ont pas suffi à freiner l'investissement. La situation macro-économique (graphique 7) est cependant très différente de celle qui prévalait en 1993 : le taux d'inflation a été ramené à 2 %, le solde courant dégage un surplus sans précédent et le taux de chômage urbain est plus élevé qu'en 1993¹².

Graphique 7. Evolution de l'inflation et de la FBCF et solde courant (en % du PIB)



Source : Ecowin et CBY, calcul des auteurs.

⁸ La comparaison avec le Japon et la Corée doit être nuancée en rappelant le niveau bien plus faible d'investissement per capita de la Chine.

⁹ Le niveau élevé de ces taux pourrait s'expliquer par une sous-évaluation du PIB due à une mauvaise appréciation des services que devrait corriger l'exploitation du recensement économique. Mais, à moins d'un redressement considérable du PIB, cette correction ne devrait pas conduire à une baisse très significative du taux d'investissement.

¹⁰ L'investissement est souvent mesuré par les *fixed assets* publiés de façon mensuelle : cet indicateur inclut les transactions sur le terrain. L'écart entre ces deux statistiques est de l'ordre de 5 %.

¹¹ La Chine a construit deux fois le parc autoroutier français et une douzaine d'aéroports de classe internationale en quelques années.

¹² L'indicateur de surchauffe établi par la Deutsche Bank à partir de plusieurs évolutions (importations, ventes de détail, crédit, inflation etc.) était très élevé en 1993 ; il a de nouveau augmenté entre mars 2002 et mars 2004 pour diminuer depuis. Plus généralement, la Note mensuelle de conjoncture Chine de la Mission économique de Pékin rédigée par S. Cieniewski est très utile pour suivre les développements de la conjoncture chinoise.

• **Dans une perspective de plus long terme, la spécialisation industrielle de la Chine devrait maintenir le taux d'investissement à un niveau élevé.** La valeur ajoutée manufacturière de la Chine est le double de celle de l'Asie émergente (Inde comprise). La Chine est une puissance industrielle et, même si elle est sur-estimée par les statistiques, la place de l'industrie dans le PIB (40 %) est très élevée.

L'apparition d'une classe moyenne, qui représenterait un peu moins de 15 % de la population, dynamise la demande pour les services mais l'arrivée dans les villes de millions de ruraux élargira la demande pour des biens industriels. Aussi, au-delà des corrections d'ordre statistique, on ne devrait pas assister à une baisse du poids de l'industrie dans la structure du PIB. Cela contribuera à maintenir un taux d'investissement élevé dans les années à venir.

1.3. Bien que souhaitable du point de vue de la résorption des déséquilibres, le redéploiement du régime de croissance vers la consommation est peu probable à moyen terme

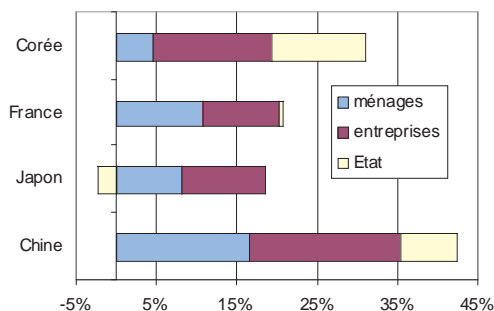
• **La Chine est caractérisée par le niveau très élevé de son épargne domestique (50 % du PIB).** Une analyse récente du FMI¹³ montre qu'à l'épargne des ménages s'ajoutent celles de l'Etat et des entreprises. C'est la place de cette dernière qui différencie la Chine des autres pays asiatiques (graphique 8). Les petites entreprises privées épargnent parce qu'elles n'ont pas accès au crédit, les grandes, appartenant souvent à l'Etat, parce qu'elles ne paient pas de dividendes à leur actionnaire principal.

quences du désengagement de l'Etat. Ce dernier qui les avait expropriés en 1950, a veillé à tous leurs besoins (santé, éducation, retraite) jusqu'en 1980. Leur épargne de précaution doit leur permettre de faire face aux dépenses d'éducation et de santé, de se prémunir en cas de licenciement et de financer leur retraite. Cette épargne est surtout le fait des ménages urbains (80 %). Comme ailleurs en Asie (graphique 9), le vieillissement devrait entraîner une baisse du taux d'épargne.

• **Le taux d'épargne des ménages chinois est plus élevé que celui des ménages japonais ou coréens.** Les ménages épargnent en moyenne le quart de leurs revenus disponibles soit autant que les Coréens à la fin des années 1980 (graphique 9). Ils épargnent pour pallier aux consé-

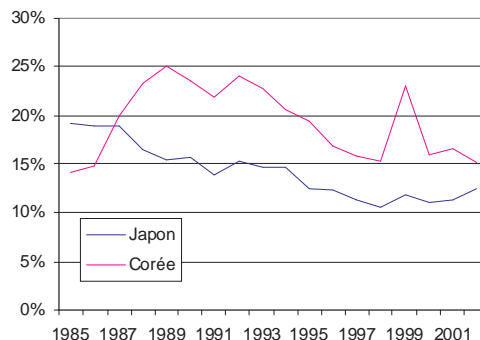
• **Du fait de sa place modeste dans le PIB, une accélération de la consommation ne palliera pas à un ralentissement de l'investissement.** La part de la consommation dans le PIB (42 % en 2004) est la plus faible en Asie. La consommation est inégalement répartie entre les zones

Graphique 8. Epargne en Chine, Corée, France et Japon (en % du PIB)



Sources : OCDE et CBY.

Graphique 9. Evolution de l'épargne des ménages (% des revenus)



Source : OCDE.

¹³ S. Barnett (2005), « What's driving investment in China », IMF Selected papers, juin.

1. Les performances remarquables du régime de croissance chinois ne doivent pas occulter certaines de ses fragilités

urbaines et les zones rurales¹⁴. Son évolution approchée par les ventes de détail, est la composante la moins dynamique de la demande domestique. C'est un élément de fragilité car il signifie que l'économie chinoise ne dispose pas d'un moteur interne suffisant en cas de ralentissement des exportations ou de baisse de l'investissement.

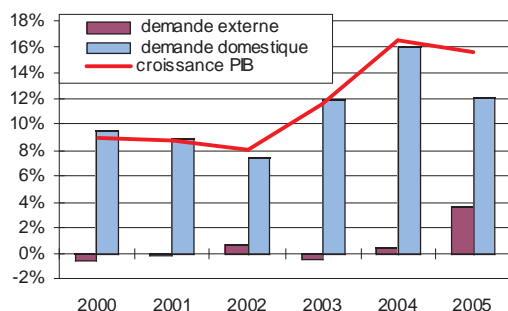
Les cycles précédents font apparaître une corrélation positive entre l'évolution de la FBCF et celle des achats des ménages. Dans ces conditions, on ne doit pas s'attendre à ce que la hausse de la consommation privée puisse pallier aux conséquences de la baisse du taux d'investissement. Par ailleurs la consommation publique joue un rôle trop modeste pour assurer un rôle de relais.

1.4. L'atterrissage en douceur de l'économie chinoise est l'évolution la plus probable. Le ralentissement serait plus marqué si la conjoncture américaine se détériorait fortement

● **Le PIB a progressé de 9,5 % au cours des 9 premiers mois de 2005 et la contribution de la demande externe (exportations moins importations) s'est accrue.**

Calculés à partir des valeurs nominales¹⁵, les taux de croissance de la demande domestique et externe montrent que cette dernière a été beaucoup plus dynamique en 2005 alors que la croissance de la demande domestique a diminué (graphique 10).

Graphique 10. Taux de croissance du PIB, de la demande externe et de la demande domestique



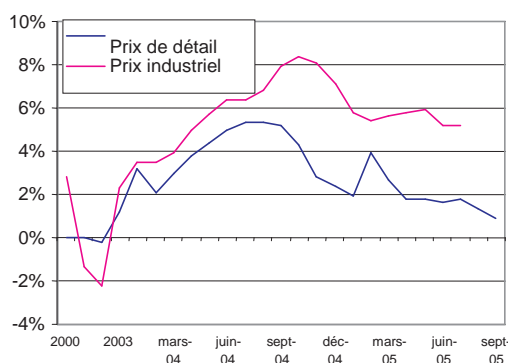
Source : CBY, calcul des auteurs.

● **Le préalable à un rééquilibrage de la croissance vers la consommation est probablement une plus grande pénétration des services publics dans les zones rurales.** Le régime de croissance actuel perdurera tant que subsisteront les appréhensions justifiant l'épargne de précaution. Un redéploiement de la croissance vers la consommation suppose une amélioration des infrastructures sociales dans les zones rurales. Il s'agit d'une évolution de moyen et long termes qui est l'un des objectifs du Plan 2006-2010.

● **La baisse des profits qui est une source de risque micro-économique pourrait annoncer une baisse de l'investissement.**

Les prix industriels augmentent plus vite que les prix au détail, impliquant ainsi une érosion des marges des entreprises (graphique 11) sur un marché domestique très concurrentiel. Par ailleurs, on assiste à une baisse des prix unitaires à l'exportation qui érode la profitabilité des entreprises exportatrices. Ces évolutions

Graphique 11. Hausse des prix (en % de glissement annuel)



¹⁴ Les zones rurales, 60 % de la population, réalisent 40 % de la consommation.

¹⁵ Les composantes de la demande en volume sont incohérentes et conduisent à une demande externe négative alors même que la balance des paiements courants dégage un excédent.

qui, constituent un risque pour les entreprises et les banques, pourraient entraîner une baisse progressive du taux d'investissement.

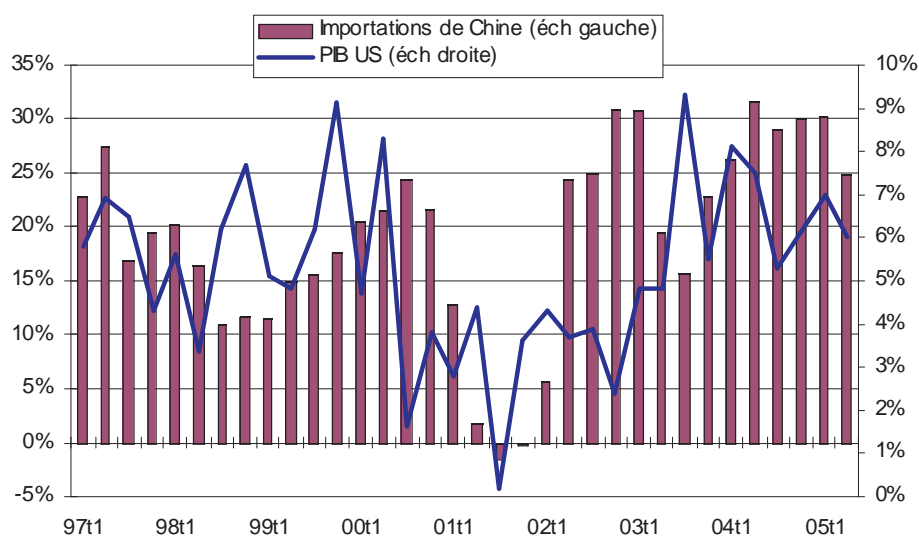
L'analyse des cycles précédents (graphique 7) montre que cette baisse pourrait prendre plusieurs années. Cette éventuelle baisse sera cependant atténuée par les investissements liés à la préparation des Jeux olympiques (Pékin en 2008) et à l'Exposition universelle (Shanghai en 2010). Si l'on ne peut pas écarter l'hypothèse d'un maintien voire d'une accélération de la croissance en 2006, l'hypothèse la plus probable semble être un atterrissage en douceur qui se déroulera sur plusieurs années.

• **L'une des vulnérabilité de l'économie chinoise vient de sa forte exposition à la conjoncture américaine.**

Les exportations vers les Etats Unis sont équivalentes à 15 % du PIB chinois (en tenant compte des réexportations *via* Hong Kong). Leur évolution trimestrielle depuis 1997 (graphique 12) montre que les importations américaines en provenance de Chine fluctuent avec la conjoncture américaine.

Un ralentissement aux Etats-Unis affectera les exportations chinoises de biens de consommation caractérisées par un contenu en importations très élevé. Par conséquent, l'impact d'un ralentissement américain devrait être moins marqué sur l'évolution du PIB que sur celle de l'emploi et éventuellement de la situation sociale.

Graphique 12. Conjoncture américaine et évolution des importations en provenance de Chine



Sources : US ITC et US Bureau of Economic Analysis, calculs des auteurs.

2. La réforme du système bancaire commence à produire des résultats positifs mais la nature du cycle d'investissement est porteuse de vulnérabilités

2.1. La réforme du système bancaire se traduit par un assainissement progressif des bilans mais ceux-ci demeurent fragiles en moyenne et la culture du risque est globalement lacunaire

● **La forte croissance économique financée par l'allocation administrée du crédit a fragilisé le secteur bancaire chinois au cours des années 1990.** En particulier, le boum du crédit des années 1991-1995 s'est traduit par un accroissement des prêts non performants (PNP) à la fin de la décennie. Conscientes des fragilités de leur système bancaire et du rôle joué par ce type de fragilités dans l'amplification des crises en Asie émergente en 1997-1998, les autorités chinoises ont initié une réforme de leur secteur bancaire à partir de 1999. Celle-ci a été conçue en deux

niveaux : il s'agit d'abord de nettoyer les bilans des prêts non performants et d'assurer une partie de la recapitalisation à partir de financements publics ; il s'agit ensuite d'ouvrir le capital des principales banques publiques à des investisseurs étrangers afin d'apporter des capitaux additionnels et d'améliorer les pratiques de gestion et de management. Aujourd'hui, si le nettoyage des bilans et l'entrée d'investisseurs stratégiques ont commencé, l'évolution du mode de gestion des banques chinoises est à peine initiée.

Encadré 3. Brève description des acteurs du secteur bancaire chinois et des restructurations pilotes concernant la *Bank of China* et la *China Construction Bank*

Une des caractéristiques fortes du système bancaire chinois est sa très grande profondeur : les actifs représentent 220 % du PIB et les crédits 147 % du PIB.

Ce système bancaire est structuré autour de quatre banques publiques représentant, à elles seules, près de 60 % des actifs du secteur : la *Bank of China* (BOC), la *China Construction Bank* (CCB), l'*Industrial and Commercial Bank of China* (ICBC) et l'*Agricultural Bank of China* (ABC).

Les banques semi-publiques (*Joint-Stock Bank*) représentent 16 % de l'actif et les Coopératives rurales de crédit environ 10 %.

Les banques détenues à 100 % par des capitaux étrangers représentent aujourd'hui 2 % de l'actif mais leur présence est appelée à croître car la Chine s'est engagée à ouvrir son secteur bancaire à la concurrence internationale à partir de 2006 dans le cadre de son adhésion à l'OMC.

Le reste des actifs bancaires, soit environ 12 % du total, est détenu par des institutions financières spécialisées.

- En 2003, deux des quatre principales banques publiques, la *Bank of China* (BoC) et la *China Construction Bank* (CCB), ont été retenues comme banque-pilotes dans le cadre de la politique de réforme du système bancaire. Dans un premier temps, ces deux banques ont été recapitalisées à hauteur de 22,5 Mds USD chacune, et le transfert de leurs PNP aux bilans des agences de défaillance a été accéléré. Leur restructuration financière a significativement progressé depuis 2003 et les objectifs qui leur avaient été fixés devaient être atteints, notamment sur le plan des ratios de solvabilité, des taux de PNP et des limites d'exposition par client. Leur statut a, par ailleurs, été modifié pour ouvrir leur capital à des

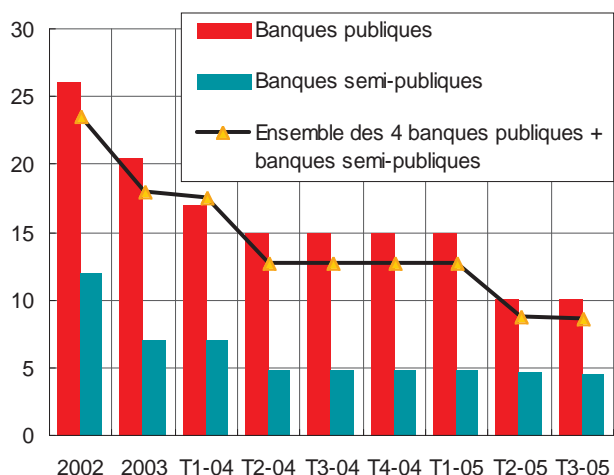
investisseurs privés afin d'accélérer la mise à niveau de leurs méthodes de gestion et de management (voir 2.2). L'introduction en bourse de la CCB a été réalisée en octobre 2005 : son capital a ainsi été ouvert à hauteur de 12 %, ce qui lui a permis de lever entre 8 et 9 Mds USD selon la presse hong-kongaise.

La restructuration de l'ICBC a commencé en avril 2005 (recapitalisation et recherche d'investisseurs stratégiques). En revanche, la restructuration de l'ABC n'a pas véritablement débuté à ce stade.

● **Les prêts non performants sont en baisse, aussi bien en valeur absolue qu'en valeur relative, grâce à l'action des agences de défaillance et à la forte croissance du crédit :**

- en 1999, quatre agences de défaillance ont été créées, chacune d'elle étant associée à une des quatre principales banques publiques. Depuis 1999, 232 Mds USD de PNP ont été transférés à ces agences, soit environ 15 % du PIB de 2004, afin d'être restructurés puis recouvrés. En 2009, lorsque les mandats des agences de défaillance arriveront à terme, le coût net de ces transferts de PNP sera élevé pour l'Etat : selon Melka et Xu¹⁶, les autorités chinoises considèrent que les pertes réalisées par les quatre agences devraient s'élever à 150 Mds USD à cette date mais au regard de la faiblesse actuelle des recouvrements rapportés aux transferts (18 Mds USD soit 8 % des transferts), ces pertes pourraient être plus élevées ;
- par ailleurs, la croissance du crédit (15 % en moyenne

Graphique 13. Prêts non performants rapportés à l'encours de prêts (en %)



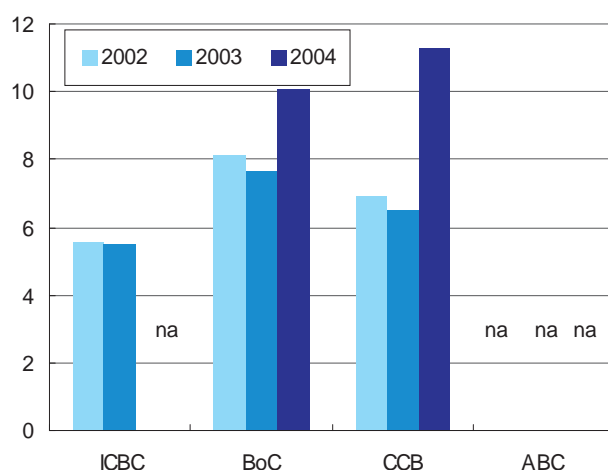
Source : FMI et CBRC.

chaque année depuis 2000) a facilité la dilution des prêts non performants dans les portefeuilles de crédits.

De fait, le taux de prêts non performants des quatre banques publiques est passé en moyenne de 26 % à 10 % entre 2002 et le troisième trimestre 2005 et celui des banques semi-publiques de 12 à 4 % sur cette même période (graphique 13). Même si la qualité de l'actif bancaire tend à s'améliorer, les PNP demeurent une charge importante pour l'économie dans son ensemble : la somme des prêts non performants inscrits aux bilans bancaires et aux bilans des agences de défaillance représente en effet 30 % du PIB et alourdit ainsi le passif contingent de l'Etat chinois (voir 2.2.).

● **Les montants transférés au titre du programme de recapitalisation bancaire financé par l'Etat sont significatifs mais la capitalisation bancaire demeure globalement très fragile selon les données officielles.** Après

Graphique 14. CAR des quatre principales banques publiques (en %)



Source : Fitch.

Note : na = non available.

¹⁶ J. Melka et W. Xu (2004), "Le poids des créances douteuses dans l'économie chinoise : existe-t-il un risque systémique ?", in *Revue d'Economie Financière*, n° 77, novembre.

une première opération de recapitalisation réalisée en 1998 (33 Mds USD), trois des quatre principales banques publiques ont été recapitalisées depuis deux ans : 45 Mds USD répartis entre la *Bank of China* et la *China Construction Bank* en 2003 puis 15 Mds USD pour l'*Industrial and Commercial Bank of China* en avril 2005. La recapitalisation de la BCOM a par ailleurs porté sur 2,3 Mds USD en 2004. Au total, le coût du programme de recapitalisation peut être estimé à 100 Mds USD, soit 6 % du PIB de 2004.

Ces opérations de recapitalisation, ainsi que des émissions de dettes subordonnées (quasi fonds propres) réalisées pour un montant cumulé de 20 Mds USD, ont permis d'améliorer la base en capital du secteur bancaire même si celle-ci demeure globalement fragile. Parallèlement à l'augmentation du capital bancaire, l'organe de supervision (*China Banking Regulatory Commission* ou CBRC) a institué à partir d'avril 2004 un mode de calcul des ratios de solvabilité globalement conforme aux préconisations de l'accord de Bâle I¹⁷.

Au total, les banques respectant la norme de *Capital Adequacy Ratio*, localement fixée à 8 %, représentaient 48 % de l'actif bancaire en juillet 2005 selon la CBRC, l'objectif de l'organe de supervision étant de faire passer ce ratio à 80 % en 2006. Au-delà de ces chiffres, il est difficile d'avoir une image complète de la capitalisation bancaire : les données rassemblées par Fitch en septembre 2005 montrent ainsi que, parmi les quatre principales banques publiques, la BoC et la CCB étaient capitalisées en conformité avec la réglementation prudentielle en 2004 alors que les ratios de solvabilité de

l'ICBC et l'ABC demeuraient inconnus (graphique 14).

● **L'une des faiblesses importantes du secteur bancaire chinois est la persistance d'une gestion déficiente du risque de crédit.** Les banques ont notamment des difficultés à prendre en compte la situation économique et financière de leurs clients. Des études économétriques du FMI montrent ainsi que, dans les quatre principales banques publiques, le prix du risque demeurerait indifférencié malgré la libéralisation des taux prêteurs intervenus en 2004. Cette difficulté à faire payer le prix du risque de contrepartie résulte en partie de difficultés institutionnelles propres à l'environnement des affaires en Chine : absence d'agence proposant des cotisations d'entreprises locales et, plus généralement, opacité des informations financières décrivant la situation des entreprises.

Autre problème d'envergure, la régulation du secteur bancaire chinois souffre du rôle joué par les représentants des échelons régionaux du Parti communiste chinois (PCC). En effet, les cadres des organes régionaux du parti ont le pouvoir de nommer les représentants provinciaux aux Conseils d'administration de la Banque centrale et des banques publiques. Or, les représentants régionaux du PCC ont généralement pour objectif de soutenir la croissance et le financement des infrastructures de leur province et cherchent à contourner l'interdiction faite aux entités décentralisées de lever des emprunts obligataires. Ainsi, et au-delà des nombreux cas de corruption que la Banque centrale elle-même reconnaît, l'organisation du secteur bancaire chinois comporte, de façon organique, un biais favorable à la croissance du crédit et à une allocation non fondée sur des critères de risque.

2.2. L'attrait des banques étrangères pour le marché financier chinois ainsi que l'abondance des ressources financières de l'Etat facilitent la mise en œuvre de la réforme bancaire

A- Espérant en profiter à moyen et long termes, les banques internationales soutiennent la réforme bancaire

● **Dans la mise en œuvre de la réforme bancaire, les autorités profitent de l'attrait du marché financier chinois aux yeux des banques internationales tout en contrôlant la pénétration du capital étranger.** Même si

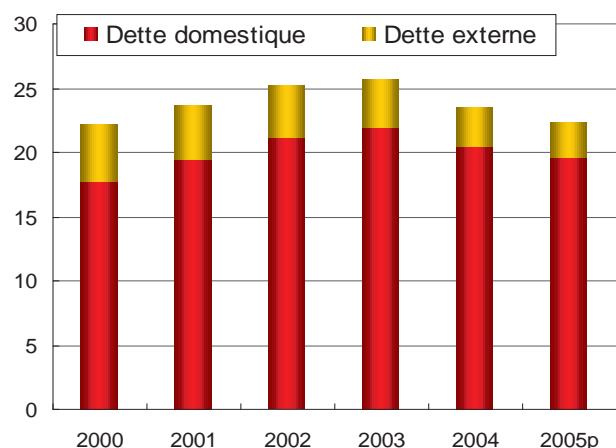
l'entrée des banques étrangères est limitée à 25 % du capital des banques locales (avec un seuil maximal de 20 % par actionnaire), la taille (800 Mds USD) et le potentiel de développement offert par ce marché, du point de vue

¹⁷ Voir D. Marshall, K. Lin et L. Lin (2004), *Chinese Bank Prudential Regulations*, Fitch Country Report, 3 novembre.

du crédit aux entreprises et aux ménages (cartes de crédits, crédit à la consommation et crédit hypothécaire), se traduit par une recrudescence des investissements étrangers. Alors que l'établissement de filiales est difficile et ne permet pas de travailler sur les ressources en yuan, l'objectif des prises de participation bancaires est de préparer l'ouverture beaucoup plus conséquente du marché financier chinois qui interviendra fin 2006 au titre des engagements pris par la Chine lors de son adhésion à l'OMC. A cette date, si les autorités chinoises respectent leurs engagements, les banques contrôlées à 100 % par des capitaux étrangers pourront effectuer des opérations en yuan avec les entreprises et les ménages, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui. Les prises de participation des banques étrangères dans les principales banques d'Etat auraient ainsi atteint près de 15 Mds USD en 2005.

• **Même si cette évolution est positive dans le sens où elle devrait permettre aux banques chinoises de moderniser leurs méthodes de gestion (notamment dans le domaine de l'évaluation et du contrôle des risques), ce mouvement participe aussi de l'euphorie ambiante qui caractérise actuellement les décisions d'investissements directs en Chine.** Les banquiers étrangers rencontrés par la mission considèrent que les "due diligence" réalisées dans le cadre de ces prises de participation donnent, généralement, des résultats très incomplets sur la situation financière des banques chinoises en raison de l'opacité des systèmes d'information.

Graphique 15. Revenus, dépenses et soldes budgétaires (en % du PIB)

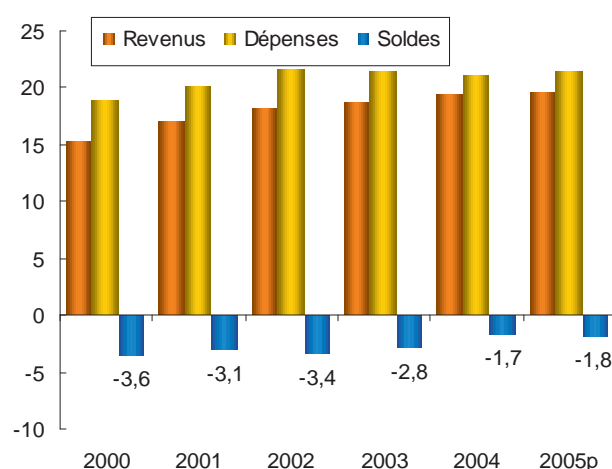


Sources : FMI.

Ces prises de participation sont donc un pari sur le potentiel offert par le marché chinois, les plus grosses banques internationales considérant qu'il est préférable de risquer des déconvenues découlant de prises de participation dans des structures fragiles plutôt que de ne pas être présentes, à terme, sur le marché chinois. Pour autant, il n'est pas certain à ce stade que cette vague d'investissements étrangers se traduit nécessairement par une solution "win-win" pour les investisseurs étrangers et les acteurs chinois. De fait, la gouvernance du système bancaire chinois demeure médiocre et des scandales ont récemment éclaté dans deux des banques publiques ayant fait l'objet de prises de participation étrangères (corruption à la CCB et détournement de fonds à la BoC). Plus généralement, le Fonds monétaire demeure sceptique sur le pouvoir de décision effectivement détenu par certains conseils d'administration : à la CCB, les membres du conseil d'administration seraient rarement consultés sur les décisions importantes et le comité du parti aurait pratiquement tout pouvoir en matière de nomination. Au total, il ne peut pas être exclu que l'engouement dont bénéficie actuellement le secteur bancaire chinois donne lieu à des lendemains difficiles pour les banques étrangères.

B- La situation des finances publiques est actuellement suffisamment saine pour absorber les passifs continus associés à la fragilité des bilans bancaires

Graphique 16. Dette publique (en % du PIB)



● **La situation des finances publiques chinoises est globalement saine et les autorités profitent actuellement de la croissance économique pour consolider cette situation.** En effet, après un usage contra-cyclique de la politique budgétaire qui avait amené le déficit budgétaire à 4 % du PIB en 1999 suite à la crise asiatique, celui-ci a progressivement été ramené à 1,7 % du PIB en 2004 et devrait rester à ce niveau en 2005 (graphique 15).

Parallèlement, la dette publique tend à décroître depuis 2002 et pourrait atteindre 22 % du PIB cette année (graphique 16).

La politique budgétaire chinoise semble ainsi assez largement déterminée par des enjeux de long terme que constitue le financement des passifs contingents tels que l'absorption des prêts non performants du secteur bancaire et le supplément de dépenses qu'occasionnera le vieillissement accéléré de la population (retraites et dépenses de santé).

● **Sous l'hypothèse d'un taux de recouvrement de 20 %, le FMI évalue la charge budgétaire potentielle des PNP à 25,2 % du PIB en 2004¹⁸. La dette publique**

consolidée de cette charge passerait ainsi à 48,8 % du PIB (soit la dette actuelle, 23,6 % du PIB, à laquelle est ajoutée 25,2 % du PIB). Par ailleurs, le Fonds estime que les obligations de l'Etat en matière de retraites représentent un coût additionnel de 7 % du PIB à horizon 2010 (et probablement plus à long terme). Sur cette base, et malgré des hypothèses de ralentissement graduel de l'activité et de hausse modérée des taux d'intérêt, la dynamique de la dette publique réalisée par le FMI montre que celle-ci demeurerait en moyenne inférieure à 50 % du PIB entre 2005 et 2010 et aurait même tendance à décroître après un pic atteint en 2006 (tableau 2).

Cette simulation doit être analysée avec précaution en raison des incertitudes entourant certaines données et du scénario de base sur lequel elle est construite, scénario qui ignore ce que serait l'impact d'une crise majeure (par exemple réduction par 3 ou 4 du rythme de croissance avec explosion consécutive des PNP). Elle demeure néanmoins intéressante dans la mesure où elle indique que, dans le cadre d'un scénario de base, l'Etat chinois aura très probablement les moyens de financer les coûts induits par le nettoyage des bilans bancaires.

Tableau 1. Simulation de la dette publique consolidée de la Chine et réalisée par le FMI

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Dette publique et dette contingente (en % du PIB)	48,8	46,6	51,9	50,8	49,7	48,7	47,5
Principales hypothèses macroéconomiques et budgétaires							
Croissance du PIB (en %)	9,5	9,0	8,5	8,0	7,5	7,0	7,0
Taux d'intérêt nominal moyen sur la dette publique (en %)	2,5	2,6	3,0	3,1	3,2	3,4	3,5
Taux d'inflation (en %)	3,5	3,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Déficit primaire (en % du PIB)	1,1	1,2	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4

Source : FMI, *Debt sustainability analysis, Staff report for the 2005 article IV consultation, SM/05/261*.

Note : dans ce tableau, le financement des obligations prises par l'Etat en matière de retraites, notamment pour les agents des entreprises publiques sont financés en 2006.

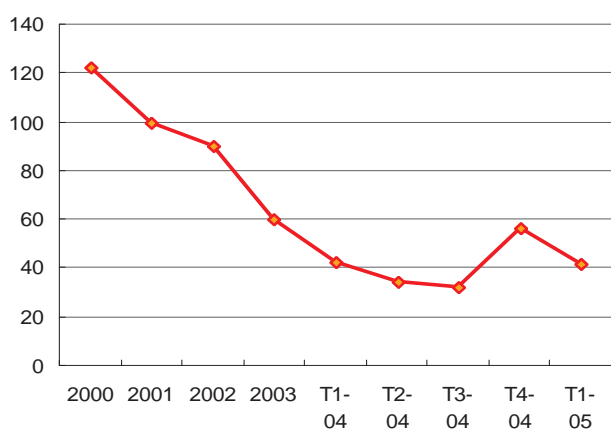
2.3. Les risques de crises de solvabilité ou de liquidité systémiques sont aujourd'hui limités mais le système bancaire chinois est exposé à un cycle d'investissement qui pourrait générer une nouvelle vague de prêts non performants (PNP)

● **Le transfert des PNP aux agences de défaillance, la recapitalisation progressive des principales banques ainsi que les capacités financières de l'Etat permettent d'amortir les tensions sur la solvabilité du secteur bancaire.** Même s'il reste des établissements en difficulté, et notamment l'*Agricultural Bank of China*, une crise de solvabilité systémique paraît actuellement peu probable, à moins

d'un choc macro-économique de grande envergure. En outre, comme le notent G. Longueville et N-N. Ngo¹⁹,

¹⁸ Cette évaluation revient à estimer ce qu'aurait été le coût budgétaire des PNP si les agences de défaillance avaient été liquidées en 2004 et si l'ensemble des PNP restant aux bilans des banques avait été pris en charge par l'Etat.

¹⁹ G. Longueville et N-N. Ngo (2004), "Le système bancaire chinois : un risque systémique ?", in *Revue d'Economie Financière*, n°77, novembre.

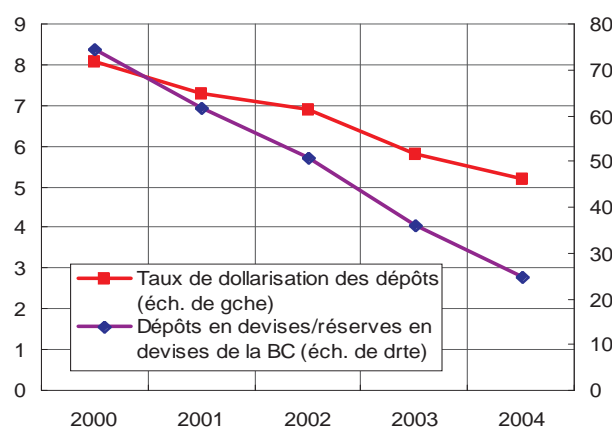
Graphique 17. Ratios Réserves obligatoires/Excès de réserves obligatoires (en %)

Sources : FMI, calculs des auteurs.

l'abondance de l'épargne domestique (52 % du PIB) donne des marges de manœuvre pour le financement d'une dette publique additionnelle, surtout si celle-ci est financée sur la base de titres longs pouvant satisfaire les besoins d'allocation intergénérationnelle qu'entraînera le vieillissement de la population. Autrement dit, l'abondance de l'épargne et le caractère limité de la dette publique sont des facteurs susceptibles d'absorber le financement des coûts induits par le nettoyage des bilans bancaires. De plus, et outre le financement par endettement public, l'Etat pourrait continuer à recourir à un financement par ponction sur les ressources en devises comme il l'a fait lors de la recapitalisation récente de trois banques publiques. Là encore, les marges de manœuvre sont loin d'être nulles : la somme des PNP transférés aux agences de défaillance et restant aux bilans bancaires représente aujourd'hui 60 % des réserves en devises prévues pour fin 2005 ; les 100 Mds USD alloués au programme de recapitalisation depuis 1999, 12 % de ces réserves.

● **Le risque d'une crise de liquidité systémique est également limité aujourd'hui.** Plusieurs indicateurs montrent au contraire que le système bancaire chinois demeure globalement sur-liquide :

- les banques commerciales placent des liquidités auprès de la Banque centrale au-delà des montants requis au titre des réserves obligatoires. Même si le ratio Réserves obligatoires/Excès de réserves a tendance à baisser depuis 2000, celui-ci demeure important (il était de 40 % au pre-

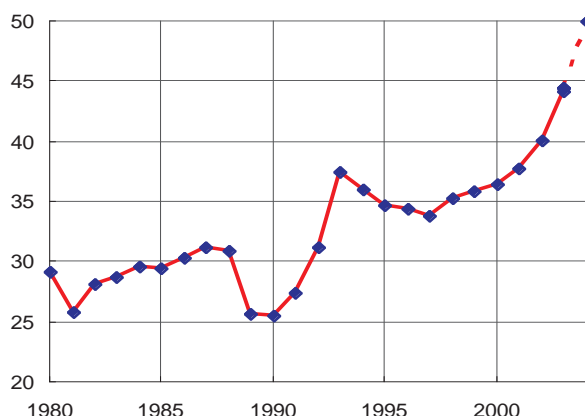
Graphique 18. Taux de dollarisation des dépôts et couverture des dépôts dollarisés par les réserves de la banque centrale

mier trimestre 2005. Graphique 17) ;

- les taux d'intérêt demeurent stables et sur des niveaux faibles pour ce qui concerne les dépôts (entre 2 et 2,3 % entre 2000 et fin 2004 pour les dépôts à un an). Sur le marché inter-bancaire, les taux oscillent entre 1 et 2 % et ont eu tendance à baisser à partir de mars 2005 en raison de la baisse de la rémunération des excès de réserves obligatoires par la Banque centrale.

Par ailleurs, il n'y a pas en Chine, contrairement à d'autres pays émergents, de risque de liquidité associé à la dollarisation du système bancaire. Reflétant la confiance des déposants sur la valeur future de leurs actifs en yuan, le taux de dollarisation des dépôts est historiquement faible et a eu tendance à baisser depuis 2000 pour atteindre aujourd'hui 5 %. Grâce à la très forte progression des réserves en devises observée ces dernières années, les dépôts en devises représentaient en 2004 le quart des réserves internationales brutes de la Banque centrale.

● **Selon nous, les risques les plus significatifs sont liés à la nature actuelle du cycle d'investissement chinois qui pourrait, à terme, provoquer une seconde vague de prêts non performants.** Le taux d'investissement est en effet en hausse constante depuis 1998 et a atteint 45 % du PIB en 2004 (graphique 19). Cette forte croissance de l'investissement est comparable à celle du début des années 90 qui s'était finalement soldée par une nette dégradation de la qualité de l'actif bancaire à la fin de la décennie. Les

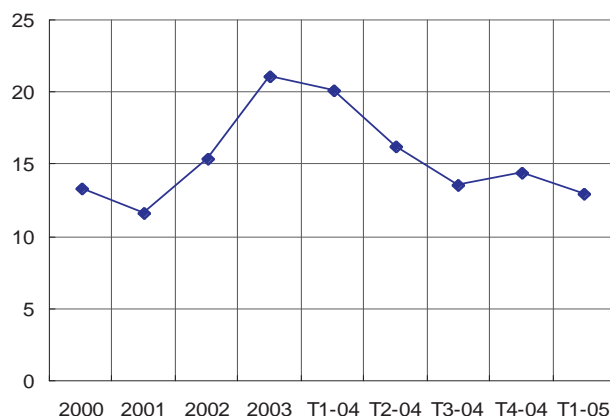
Graphique 19. Taux d'investissement (FBCF en % du PIB)

Source : Ecwin.

Note : prévision pour 2005.

procédures de contrôle et de tarification du risque de crédit étant encore faibles et les marges des entreprises ayant tendance à se réduire dans certains secteurs tels que l'acier, le ciment, l'aluminium ou la construction (en raison d'une concurrence forte au niveau de l'output et d'un accroissement des coûts au niveau des inputs, voir partie 1), le risque d'assister à une nouvelle vague de PNP dans les années à venir ne doit pas être négligé. A ce stade cependant, ce risque ne semble pas s'être matérialisé dans la mesure où la création marginale de PNP des nouveaux encours de crédit demeure très modérée : 2,5 % seulement des crédits alloués depuis 2000 se seraient jusqu'ici transformés en créances non performantes alors que ce taux pouvait être de l'ordre de 50 % entre 1990 et 1997 dans certaines banques²⁰

Les autorités monétaires semblent avoir conscience de ces risques et cherchent ainsi à ralentir le cycle d'investissement. Cependant, comme elles souhaitent dans le même temps préserver une croissance forte, elles ont opté pour une stratégie visant à resserrer leur politique monétaire de façon limitée : depuis 2004, l'augmentation des réserves obligatoires et des taux directeurs paraît modérée au regard de la liquidité du système bancaire. Dans le contexte de forte croissance des prix immobiliers dans certaines villes côtières (particulièrement à Shanghai où la hausse de l'habitat résidentiel atteint 50 % depuis 2001), le durcissement des conditions monétaires est également passé par un accroissement du taux d'intérêt des prêts hypothécaires

Graphique 20. Croissance annualisée du crédit aux entreprises (en %)

Source : FMI.

en mars 2005²¹. Si ce durcissement de la politique monétaire a effectivement provoqué un ralentissement du crédit (graphique 20), l'investissement est resté en croissance forte et devrait atteindre le niveau sans précédent de 50 % du PIB en 2005.

Les difficultés de la politique monétaire à stabiliser le taux d'investissement viennent de ce qu'une part de plus en plus importante de l'investissement est auto-financée par les entreprises : entre 2000 et 2004, la part de l'autofinancement dans le financement de l'investissement est en effet passée de 45 à 51 % alors que celle du crédit bancaire baissait de 24 à 20 % (graphique 21). Cette tendance résulte du resserrement progressif de la politique monétaire à la fin de la période mais surtout du fait que les entreprises d'Etat ne distribuent pas de dividendes. De ce point de vue, la politique économique chinoise relève selon nous d'un arbitrage qui demeure nettement favorable à la poursuite de l'investissement : certes les autorités monétaires cherchent à contrôler la croissance du crédit et à absorber les entrées de devises *via* des opérations de stérilisation ;

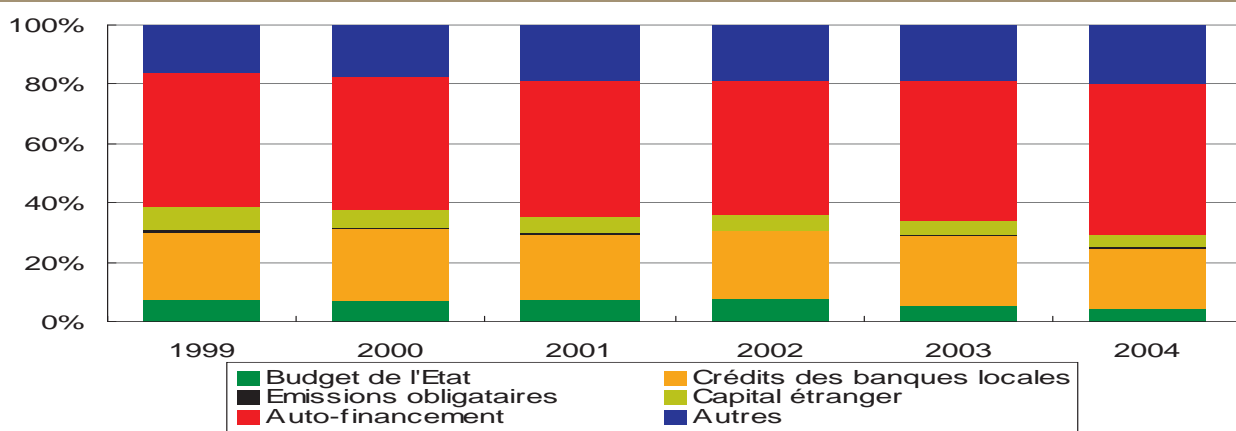
²⁰ R. Podpiera (2005), "Progress in banking reform", in IMF Selected Issues, SM/05/273.

²¹ Les mesures visant à limiter l'emballement des prix immobiliers comprennent aussi des dispositions fiscales et administratives visant à contraindre les achats spéculatifs. Il s'agit notamment de l'instauration de taxes sur les ventes réalisées moins de deux ans après un achat et sur le foncier non bâti, ainsi que de l'interdiction de la revente de biens immobiliers dont la construction est en cours.

plus fondamentalement, l'Etat, en ne leur demandant pas de dividendes, permet aux entreprises publiques d'affecter leurs profits, et notamment les profits générés par les exportations, au financement de nouveaux investissements.

Selon nous, cet arbitrage montre que les autorités chinoises n'ont pas totalement intégré les risques associés à un taux d'investissement ayant atteint un niveau sans précédent et demeurant en croissance soutenue.

Graphique 21. Contributions au financement de l'investissement (en %)



Source : FMI.

3. Une insertion commerciale réussie, une capacité de financement externe importante et une liquidité en devises forte portent les risques économiques externes à un très faible niveau

3.1. L'économie chinoise devient de plus en plus sensible à la conjoncture du commerce mondial mais sa très forte compétitivité-prix demeure pour elle un atout considérable

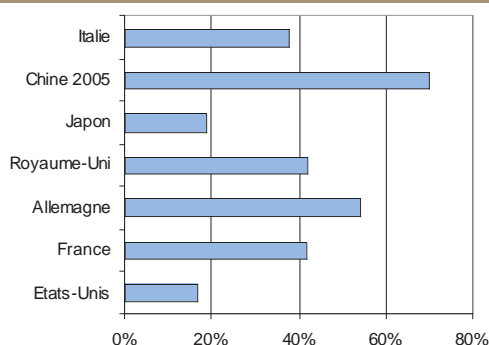
● **L'insertion de la Chine dans le commerce mondial a largement bénéficié de la libéralisation des échanges mondiaux.** Son économie est caractérisée par un taux d'ouverture plus élevé que les six plus grandes économies (graphique 22) : la Chine est devenue le troisième exportateur et importateur mondial. Corollaire de ces évolutions, ce pays est désormais très sensible à la conjoncture du commerce mondial.

● **Les bas salaires expliquent la compétitivité chinoise dans les industries à haute intensité de main-d'œuvre et l'électronique.** Une étude du Bureau des statistiques du Travail américain²² indique qu'en 2002 le salaire manufacturier était de 175 USD par mois dans les zones urbaines et de 75 USD dans les entreprises manufacturières de villa-

ge²³. Le salaire moyen, 110 USD par mois, est plus élevé que celui pratiqué dans d'autres pays asiatiques (55 USD à Ho Chi Minh, 30 USD au Laos) mais la productivité de la main-d'œuvre chinoise est plus élevée et le marché du travail plus flexible. La Chine conserve un avantage coût pour les fabrications à haute intensité de main-d'œuvre à l'origine de la moitié de ses exportations : l'électronique a supplanté le textile à la première place de ses exports (graphique 23).

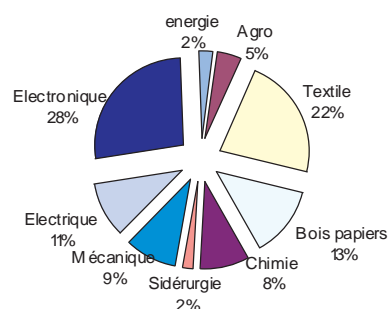
Les hausses de salaires se sont accompagnées d'une augmentation de la productivité. Entre 1990 et 2002, le salaire annuel moyen des ouvriers et cadres de l'industrie manufacturière a doublé en dollars courants. Mesurée en Renminbi

Graphique 22. Taux d'ouverture
(en %) [(Exportations+Importations)/PIB]



Source : CBY.

Graphique 23. Structure des exportations
(en %)



Source : CBY.

²² J. Banister (2004), *Manufacturing employment and compensation in China*, US Department of Labour.

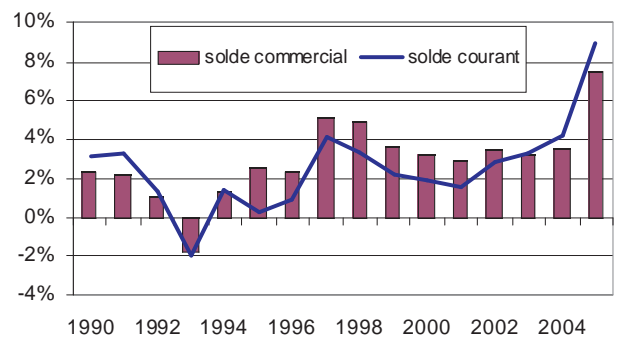
²³ Ces chiffres sont entachés d'erreurs car il y a de grandes incertitudes sur le travail de la « population flottante ».

constant, sa croissance a été de 6,5 % par an et, si elle s'est accélérée depuis 2000, elle reste inférieure à l'augmentation de la productivité. Par ailleurs, le salaire de la main-d'œuvre flottante a probablement augmenté plus lentement.

● **La Chine conserve une compétitivité au-delà des industries légères.** La consommation finale et la demande de demi-produits incorporés dans les exportations ont élargi le marché chinois de biens intermédiaires. Dans plusieurs secteurs (sidérurgie, métallurgie, textile, composants électronique) la taille du marché chinois justifie la réalisation de projets de taille importante réalisés dans des délais rapides et à des coûts moins élevés qu'ailleurs. Les économies d'échelle contribuent à la compétitivité des exportations sur ces marchés où le prix chinois devient la référence mondiale.

● **Les investissements publics renforcent la compétitivité chinoise.** L'Etat poursuit un programme extrêmement ambitieux de construction d'infrastructures pour encourager l'investissement dans les provinces de l'intérieur. S'il fait peu d'effort pour l'éducation, il en fait davantage pour les formations de haut niveau et la R&D dont la part dans le PIB a doublé entre 1997 et 2002 pour atteindre 1,2 %. Le potentiel scientifique chinois attire les entreprises étrangères qui investissent dans des centres de R&D.

Graphique 24. Solde commercial et solde courant (en % du PIB)

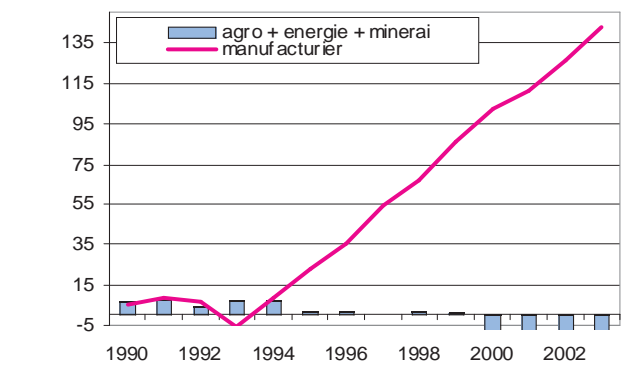


Sources : Ecowin et CBY.

● **Le ralentissement de la croissance des importations en 2005 a provoqué un gonflement sans précédent du surplus commercial.** Depuis dix ans, les importations augmentent au même rythme que les exportations. Cela n'a pas été le cas en 2005 et la conséquence sera un triplement du surplus commercial cette année (100 milliards de dollars). Le surplus manufacturier (graphique 25) est considérable par rapport au déficit des échanges de produits miniers, d'énergie et, plus récemment, de produits agro-alimentaires.

● **La compétitivité chinoise ne devrait pas être entamée par une nouvelle appréciation du Renminbi.** Depuis 2003, les Américains dénoncent la sous-évaluation du Renminbi. Après avoir résisté à ces pressions, les autorités chinoises ont assoupli le peg en juillet 2005 et introduit plus de flexibilité dans leur politique de change. Politiquement importante, cette décision n'a eu aucun impact sur les exportations. De nouvelles pressions américaines pourraient conduire à une réévaluation du Renminbi qui, à moins d'être de grande ampleur (de 15 à 25 %), ne devrait pas éroder la compétitivité des exportations.

Graphique 25. Solde commercial par secteurs (en milliards de dollars)



Source : Chelem.

3.2. L'équilibre de la balance des paiements chinoise génère d'importantes capacités de financements externes se traduisant par une accumulation rapide de réserves internationales

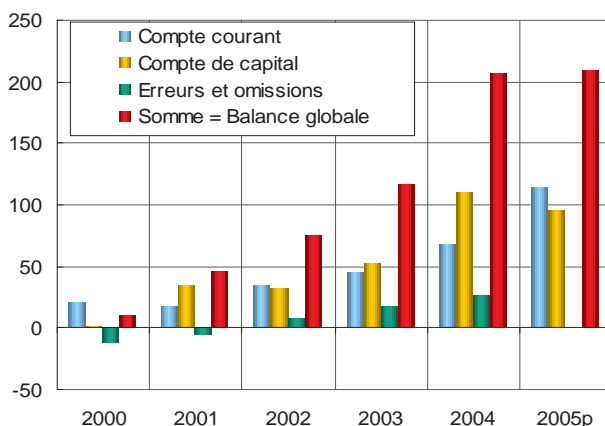
• **Contrairement aux processus d'émergence que la plupart des économies d'Asie du Sud Est avait connus dans les années 1990, l'émergence chinoise ne se traduit pas par une fragilisation de ses comptes externes.**

Au contraire, l'insertion chinoise dans le commerce international ainsi que la forte attractivité de ce pays pour les capitaux étrangers génèrent l'accroissement des excédents de la balance globale depuis le début de la décennie 2000 (graphique 26) : selon les chiffres provisoires pour 2005, cet excédent serait passé de 10 à plus de 200 Mds USD au cours des cinq dernières années. Cela signifie que la Chine, contrairement aux pays à trajectoires d'émergence généralement observées jusqu'ici, n'a pas un besoin mais une capacité de financement externe. Cette capacité de financement a en outre deux caractéristiques fortes : elle est élevée puisqu'elle représente près de 13 % du PIB ; elle est obtenue sur la base d'un compte de capital dont la structure est peu volatile car majoritairement fondée sur des entrées nettes d'IDE et plus marginalement sur des investissements de portefeuilles (les IDE nets représen-

taient 2,6 fois les investissements de portefeuilles en 2004).

• **Corollaire de l'augmentation de la capacité de financement externe, la solvabilité et la liquidité externes du pays sont aujourd'hui très solides.** Selon les chiffres provisoires pour 2005, les réserves internationales brutes de la Banque centrale de Chine ont progressé de 650 Mds USD au cours des cinq dernières années pour représenter en prévision un peu plus de 800 Mds USD à la fin de l'année. Par ailleurs, sur le plan macroéconomique, en dégagant une capacité de financement externe importante, la Chine n'a pas besoin de boucler le financement de sa balance des paiements par endettement international : sa dette extérieure est ainsi contenue entre 13 et 14 % du PIB et est essentiellement souscrite à maturités longues. Au total, la liquidité en devises du pays n'est pas un motif d'inquiétudes du point de vue de ses équilibres externes : les réserves couvrent 11 mois d'importations et près de six fois le financement des échéances à court terme de la dette extérieure (tableau 3).

Graphique 26. Principaux soldes de la balance des paiements chinoise (en Mds USD)



Sources : FMI.

Graphique 27. Réserves internationales brutes (en Mds USD) et indicateur de liquidités en devises (en mois d'importations)

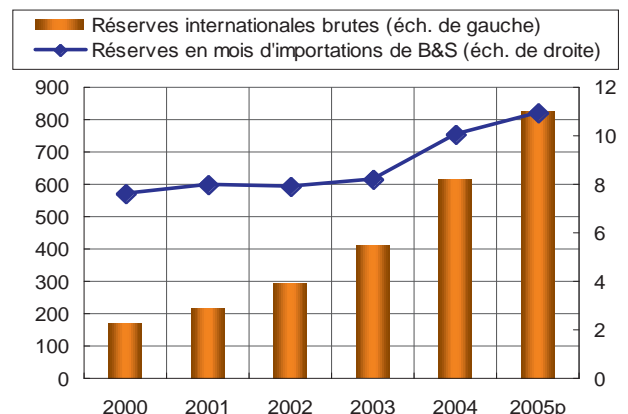


Tableau 2. Dette extérieure de la Chine

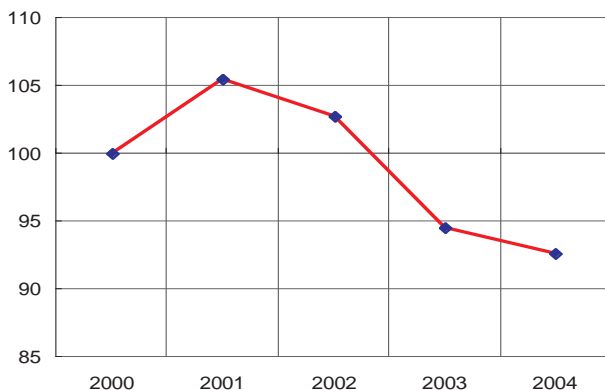
	2000	2001	2002	2003	2004
Dette externe (en Mds USD)	145,7	170,1	171,4	193,6	228,6
Dette externe à court terme (en Mds USD)	13,1	43,9	47,9	73,0	—
Dette externe (en % du PIB)	13,5	14,5	13,5	13,7	13,8
Réserves brutes/dettes externes à court terme (en %)	1316	432	530	535	593

Source : FMI.

● **Le risque le plus important découlant des équilibres externes de la Chine ne porte donc pas sur la solvabilité ou la liquidité en devises du pays mais sur sa capacité à conduire une politique monétaire efficace dans le cadre d'un régime de change ancré au dollar.** En effet, du point de vue de l'ensemble des conditions monétaires de la Chine, c'est-à-dire en intégrant la variation du taux de change, il est important de noter que le durcissement relatif de la politique monétaire s'est heurté aux effets de la dépréciation du dollar entre 2002 et 2004 : celle-ci a en effet, induit la baisse de l'indice de Taux de change effectif réel du Renminbi sur cette période et a ainsi contribué à la faible efficacité de la politique de la Banque centrale sur le cycle d'investissement.

● **Par ailleurs, alors que les autorités monétaires cherchent à ralentir le rythme du crédit, les excédents de la balance globale se traduisent par une augmentation de la liquidité du secteur bancaire qui, au contraire, facilite la croissance du crédit.** Dans ce cadre, sans mesure de stérilisation, un durcissement de la politique monétaire passant par une hausse forte des taux directeurs ne serait pas efficace dans la mesure où une telle hausse ne ferait qu'accélérer les entrées de capitaux étrangers et augmenteraient ainsi la liquidité bancaire.

Graphique 28. Indice du taux de change effectif réel (100 = 2000)

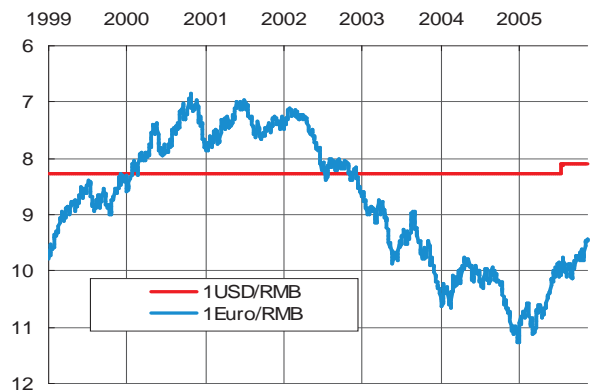


Source : FMI et Ecwin.

Via des ventes de titres en *open market*, la Banque centrale de Chine a ainsi très significativement augmenté ses opérations de stérilisation entre 2003 et 2004 : celles-ci sont passées de 37 à 135 Mds USD sur cette période. Cette augmentation de près de 100 Mds USD de la stérilisation est significative mais est néanmoins restée inférieure à l'accroissement de la liquidité en devises du secteur bancaire : sur la base des données consolidées du secteur bancaire chinois, on peut évaluer celle-ci à 213 Mds USD sur la même période. Pour la Banque centrale, ces opérations (inscrites à son passif) sont probablement rentables dans la mesure où les banques publiques sont contraintes de souscrire aux titres de stérilisation à des taux plus faibles (3 % en nominal en 2004) que ceux auxquels elle place ces liquidités (notamment les Bons du Trésor américains). Il est toutefois difficile d'imaginer que cette forme de régulation monétaire puisse être pérennisée car, pour les banques publiques, la faiblesse du rendement réel des titres de stérilisation (environ 1 %) va à l'encontre de l'objectif visant à consolider leur capitalisation.

Autrement dit, la régulation monétaire mise en œuvre via les opérations de stérilisation trouve notamment sa limite dans la contradiction qu'elle représente au regard des

Graphique 29. Taux de change du Renminbi (face à l'USD et à l'Euro)



objectifs de la réforme du système financier.

L'esprit de la réforme du régime de change chinois intervenue en juillet 2005 s'inscrit, au moins en partie, en réponse aux problèmes posés à la régulation monétaire par les entrées massives de devises dans le système financier. En effet, compte tenu de la structure de la balance des paiements chinoise, un assouplissement du régime de change permettra une appréciation du Renminbi qui, à terme, se

traduira par un ralentissement des entrées de devises. A ce stade néanmoins, l'assouplissement du régime de change n'a eu qu'un effet très limité, voire négligeable, sur la parité Renminbi/dollar²⁴. De fait, le Renminbi demeure nettement ancré au dollar depuis cet été. Cela tendrait à prouver que les autorités ne sont pas encore prêtes à recentrer leur régime de croissance sur la consommation intérieure malgré les déséquilibres associés à l'actuel régime de croissance.

²⁴ Le régime de change chinois a été réformé le 21 juillet 2005 après plus de 10 ans de stabilité. Cette réforme comprend deux niveaux : la parité centrale a été réévaluée de 8,27 à 8,11 Renminbi pour 1 dollar (soit une appréciation de 2 %) ; l'ancrage au seul dollar a été officiellement abandonné au profit d'un ancrage à panier de monnaie tenu secret. De fait, la monnaie chinoise reste étroitement ancrée au dollar depuis cet été mais sur un niveau très légèrement apprécié.