

Chine : à contre-courant

A lors que les grandes économies de la planète commencent à s'essouffler avec l'arrivée de la rigueur budgétaire, la Chine est une fois de plus à contre-courant. Le gouvernement cherche à réfréner un emballement du crédit et du prix des actifs (immobiliers surtout) et craint plus l'inflation que la déflation. La banque centrale a déjà resserré à trois reprises sa politique monétaire en relevant de 1,5 point le taux de réserves obligatoires depuis le début de l'année. Le gouvernement a également décidé de laisser le yuan s'apprécier face au dollar depuis le 21 juin 2010. Fin septembre 2010, le yuan s'était déjà apprécié de 2 %, ce qui correspond à un rythme annuel de 8 % environ. L'économie chinoise, qui a crû de 9 % en 2009 alors que le monde était en récession pour la première fois depuis l'après-guerre, s'installe sur un sentier de croissance à peine inférieur à celui qu'elle suivait avant la crise. Seuls les déterminants de la croissance ont changé, un surcroît d'investissement étant venu compenser le manque à gagner du côté du commerce extérieur. On anticipe une croissance de 10 % en 2010 et de 9,2 % en 2011 du fait de la fin du plan de relance.

Chine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

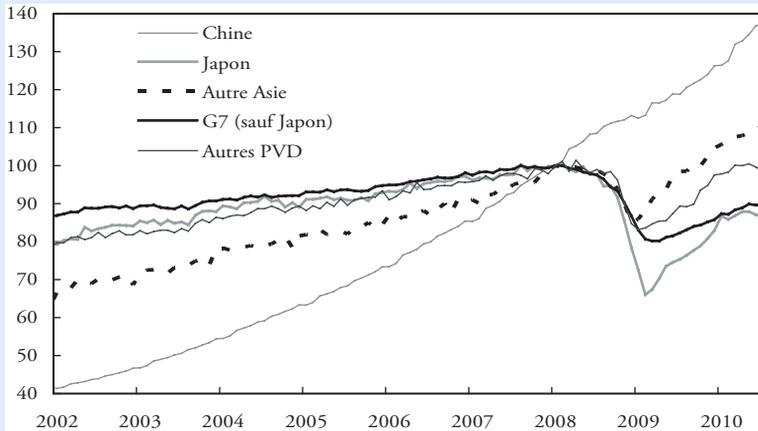
	2008	2009	2010	2011
PIB	9,6	9,1	10,0	9,2
Importations	4,6	4,9	37,0	15,0
Exportations	8,2	-12,7	35,4	16,4
Demande adressée	3,0	-13,3	17,7	8,7

Sources : China statistical information services, FMI, prévision OFCE octobre 2010.

Une performance unique...

Au cours de la crise financière, la production industrielle chinoise n'a jamais reculé. Son taux de croissance annuel s'est infléchi de 18 % en 2007 à 5 % fin 2008. Depuis janvier 2008, la production industrielle chinoise s'est ainsi accrue de près de 40 %, alors que dans les grands pays développés elle est encore de 10 % inférieure à son niveau de janvier 2008 (graphique). Ce résultat est d'autant plus remarquable que la Chine est un pays très ouvert avec une part des exportations dans le PIB de 35 % en 2007. Cette part tombe à 21 % si l'on exclut le contenu en importations des exportations chinoises. Avec une chute de la demande adressée de 19 % entre septembre 2008 et mars 2009, c'est un choc extérieur négatif de près de 4 points de PIB qu'a subi la Chine au cours de la crise. On mesure ainsi le succès du plan de relance gouvernemental (12 points de PIB sur deux ans) concentré sur les investissements en infrastructure et complété de mesures de soutien à la consommation, qui aura permis à la Chine de maintenir un taux de croissance supérieur à la cible du gouvernement (8 %) tout au long de la crise.

Production industrielle, pondérée par la valeur ajoutée industrielle



Sources : Global Insight (sources nationales), calculs OFCE.

... avec un coût caché non négligeable

Le seul « hic » de cette stratégie de relance est le poids que fait peser sur les finances publiques locales le programme d'investissements massifs du gouvernement. Le gouvernement central ne prend en charge qu'un quart des dépenses de relance, le reste étant à la charge des collectivités locales, qui n'ont, en théorie, pas le droit de contracter de dettes. Pour contourner cette interdiction, elles ont créé des plateformes de financement locales (PFL). Il en existe aujourd'hui 6 000 dans tout le pays, dont 3 800 ont été créées en 2009. La capitalisation des PLF se fait soit par le transfert d'actifs fonciers, soit par la prise de participation de fonds d'investissement créés par des banques chinoises, ou encore par la falsification de prêts à court terme, qui font office de dotation fictive en capital. Afin d'augmenter leur capacité de prêts, les PLF pratiquent aussi des opérations hors bilan (cession de prêts et titrisation). La quasi-totalité des fonds sont prêtés à des entreprises d'État, dont la rentabilité est élevée (6 % du chiffre d'affaire en 2009). Mais le risque de générer une nouvelle série de prêts non performants est réel. Selon le gouvernement, 23 % des crédits alloués par les PLF comportent un risque de défaut élevé. Le surendettement des collectivités locales obligera le gouvernement à prendre en charge le coût de ces mauvaises dettes. En 2009, les nouveaux crédits des PLF pourraient représenter jusqu'à 21 % du PIB. La dette publique totale de la Chine avoisinerait alors 71 % du PIB en 2009, contre 19 % officiellement. Ce niveau de dette reste cependant soutenable compte tenu de la croissance chinoise, du niveau élevé de l'épargne (50 %) et de l'abondance de liquidités générée par les dépôts bancaires. Mais les ménages supporteront en grande partie le poids de la dette du fait de la rémunération à un taux réel négatif de leurs dépôts et de la fiscalisation future des pertes des PLF.

L'inquiétude se porte plutôt sur la surchauffe du secteur immobilier générée par l'envolée du crédit. Au mois d'avril 2010, le gouvernement a pris des mesures de refroidissement qui semblent avoir porté leurs fruits. Mais un retournement trop brutal du secteur dégraderait la solvabilité des plateformes de financement des collectivités locales, qui utilisent les terrains comme collatéraux.