

LA CHINE VA SE REDRESSER MAIS SA CONSOMMATION RESTERA INSUFFISANTE

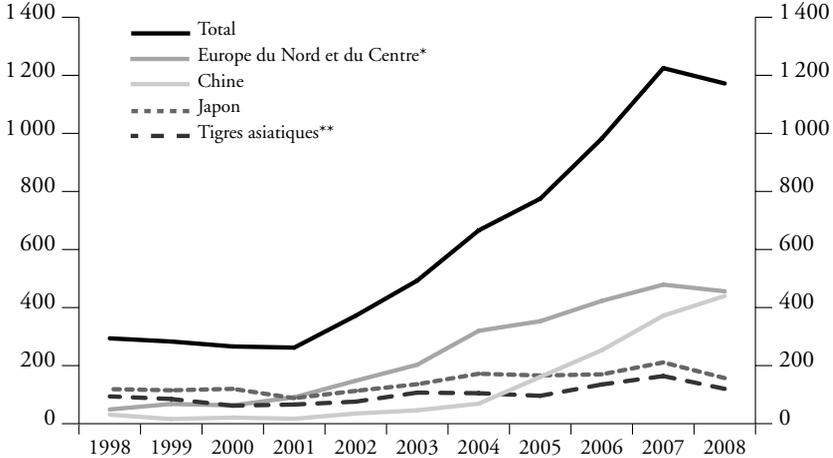
CHARLES DUMAS *

189

La bulle de dette mondiale de 2004-2007 est née de l'interaction de deux forces puissantes : la recherche d'investissements pour les excédents d'épargne de l'Eurasie et le *boom* de la dette provoqué par l'innovation financière, principalement en Amérique, au cours d'une période de plus de vingt-cinq ans qui a commencé en 1980. Quand la bulle de dette a commencé à éclater pendant l'été 2007, j'ai fait valoir que la grave récession mondiale attendue serait suivie d'une reprise, dès que la nécessaire réduction des déficits du secteur privé dans les pays emprunteurs serait accompagnée d'une plus grande demande domestique dans les pays où l'épargne est excédentaire. Cette formulation s'est avérée exacte, mais incomplète. Elle sous-estimait le rôle des politiques gouvernementales. Or, la plus grande part de l'excédent d'épargne eurasiennne venait de Chine et le principal contributeur à la croissance annuelle mondiale du PIB en temps normal - c'est-à-dire la croissance du PIB en dollars, pas en volume - est la Chine. La politique économique de la Chine est donc le facteur déterminant pour une reprise mondiale saine après la crise actuelle.

* Président, Lombard Street Research.

Graphique 1
Excédents des paiements courants d'Eurasie
 (en Md\$)



* Allemagne, Benelux, pays scandinaves, Suisse/Autriche

** Hong Kong, Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Thaïlande.

Source : FMI.

190

LES PAYS ÉMERGENTS ASIATIQUES ET SURTOUT LA CHINE ONT ALIMENTÉ LES DÉFICITS AMÉRICAINS

La dette du secteur privé des États-Unis était, et reste, un problème, mais le déficit des paiements courants ne l'a jamais été. Il vaut mieux dire que le monde a un problème d'excédent eurasien. Les pays d'Eurasie qui y participent sont la Chine, le Japon, les Tigres du Pacifique et l'Europe du Nord et du Centre : l'Allemagne et les pays voisins, le Benelux, la Scandinavie, la Suisse et l'Autriche. Cet excédent d'épargne de l'Eurasie est structurel, pas cyclique. Il est insensible au prix de l'argent, au taux d'intérêt. L'accumulation massive de dettes aux États-Unis (en Grande-Bretagne, en Espagne...) a été une conséquence de la volonté de l'Eurasie d'épargner excessivement pendant la majeure partie de la dernière décennie. Si la consommation et les emprunts excessifs des États-Unis, financés par les sorties de capitaux de Chine et d'autres pays, en avaient été la cause, les taux d'intérêt réels auraient augmenté pour attirer les capitaux nécessaires. Au contraire, les taux d'intérêt réels (sans risques) ont été progressivement abaissés par les besoins excessifs des épargnants qui cherchaient à placer leurs excédents. Le rendement des obligations d'État est resté bas par rapport aux normes d'une période de *boom*. Les investisseurs se sont portés sur des actifs de moins en moins liquides, à la recherche de meilleurs rendements. Les primes de risque sont tombées à des *minima* histo-

riques. Les investisseurs semblaient croire que l'on pouvait obtenir de meilleurs rendements sans davantage de risques, car des actifs structurés étaient estampillés AAA.

En Chine et dans les Tigres asiatiques, le mercantilisme reste très puissant, et pour de bonnes raisons. La forte croissance asiatique poussée par les exportations, une économie ouverte et une politique d'épargne importante est en fort contraste avec les résultats mornes de l'Amérique latine, de l'Inde, avant les années 1980, où la faiblesse de l'épargne, les importations de capitaux et la substitution des importations ont généré des économies fermées, obsidionales. Dans l'Amérique latine d'antan, tout passage à une croissance rapide donnait spontanément naissance à des dépenses d'investissement incontrôlées - ce qui était inévitable, si l'on considère les besoins de rattrapage. Avec la faiblesse de l'épargne, de telles poussées de croissance entraînaient une envolée des importations - pas seulement en raison de la faiblesse de l'épargne, mais aussi en raison du manque d'industries domestiques de biens d'investissement (sauf peut-être dans la construction). Ces périodes de croissance étaient donc rapidement étouffées par des crises de la dette car les crédateurs étrangers étaient découragés par l'inflation et les déficits, rapidement suivis par l'incapacité ou la réticence à rembourser. Cette mentalité de substitution des importations et d'économie de siège présentait aussi des obstacles aux investissements directs étrangers, comme des quotas de contenu domestique, la réglementation des dividendes... En même temps, la compétitivité était encore affectée par des cliques nationales et des cartels qui se disputaient le marché local protégé. Et développer une gamme complète d'industries à petite échelle pour répondre au marché domestique privait ces pays des économies d'échelle obtenues en se concentrant sur quelques industries d'exportation bien choisies. L'Inde était restée financièrement saine, mais sa croissance était tout simplement trop lente jusque dans les années 1980 pour des raisons similaires.

La démarche mercantiliste de l'Asie-Pacifique a produit des industries compétitives, en raison de l'obligation d'être concurrentiel sur les marchés à l'exportation et de la volonté de réaliser des économies d'échelle. Avec une forte épargne et une orientation à l'exportation, les dépenses d'investissement et les importations qui vont de pair ont été financées facilement. Bien que le régime des capitaux étrangers n'ait pas toujours été conforme aux règles du libre-échange ou transparent, la Chine et les autres pays ont réussi à encourager habilement les investissements directs pour obtenir des transferts de technologie et des créations d'emploi.

Jusque-là, tout va bien. Mais la fixation des pays asiatiques sur les exportations et leur aversion aux déficits se sont aggravées à la suite

du *boom-bust* de 1993-1994 en Chine et - plus encore - de la crise asiatique de 1997-1998. L'absence de croissance du marché domestique allait de pair avec des marchés des systèmes financiers étiques et inefficients. Les pays du Pacifique ont été humiliés par l'effondrement de leurs systèmes financiers insuffisamment développés, sous l'effet de l'afflux, puis du reflux, de la finance mondiale pendant le *boom-bust* de 1995-1998. Celle-ci a transformé les attitudes envers la libre circulation des capitaux. Les politiques du FMI envers la Corée et d'autres pays étaient manifestement plus en phase avec les intérêts des banques occidentales et des fonds spéculatifs qu'avec les besoins de développement de ces pays. « Plus jamais » devint une expression à la mode dans le vocabulaire politique d'Asie, y compris en Chine. Les politiques qui s'ensuivirent - et les excédents - ont persisté pendant plus d'une décennie.

Ce qui a tout changé c'est que pour tout excédent, il y a un déficit. Le déficit des États-Unis (et d'autres pays) a fortement réagi au « carburant » des flots continus de fonds venant des épargnants excessifs - c'est-à-dire que les méchants *bankers* (désormais appelés *banksters*)¹ ont participé à la crise, plutôt que d'en être l'une des causes principales. Les États-Unis avaient dépassé leur capacité d'endettement (au moins dans le secteur privé) et donc la contrepartie en déficit de l'excédent eurasiatique n'est plus disponible. Examinons les quatre possibilités qui s'offrent aux pays à l'épargne excédentaire :

- 1- un excédent net des exportations : il n'est plus disponible, puisque les États-Unis ne peuvent plus emprunter de la manière à laquelle les pays à l'épargne excédentaire s'étaient habitués ;
- 2- des investissements inutiles, qui réduiraient les revenus futurs et gaspilleraient des ressources, comme au Japon depuis plus d'une décennie ;
- 3- des déficits gouvernementaux structurels : anathème dans certains pays, notamment en Allemagne ;
- 4- un effondrement des revenus : réduire fortement l'épargne et augmenter les déficits cycliques des gouvernements.

Comme (1) s'est évanoui dans la crise, (2) et (3) sont devenus nécessaires pour éviter (4). Mais les exportateurs d'épargne excédentaire n'ont pas su comprendre et prendre les mesures nécessaires pour assurer une importante stimulation de la demande à point nommé. En outre, une dose de critique complaisante des pays en déficit est devenue habituelle chez les porte-parole de ces pays. Ces personnes à courte vue se montraient volontiers insultantes à l'égard des déficits des États-Unis (et de la Grande-Bretagne, et de l'Espagne...), sans se rendre compte, et encore moins reconnaître, que le *boom* de la dette était la seule chose qui assure leurs revenus, lesquels dépendent de la croissance nette de leurs exportations et de l'augmentation de la dette des pays en déficit.

Leur incapacité à reconnaître la responsabilité des épargnes excessives dans la bulle de la dette et leur certitude illusoire que seuls les pays en déficit seraient durement éprouvés ont contribué à leur manque de conviction dans la lutte contre la récession.

Une insuffisance de la consommation intérieure

Mais il n'y a pas que le monde en général et les pays en déficit en particulier qui ont besoin de leur demande d'une croissance globale. Leur complaisance s'affirme désastreuse pour les obsédés de l'épargne eux-mêmes. Dans une sévère récession au quatrième trimestre 2008, la chute des États-Unis, de la Grande-Bretagne, de l'Espagne et des autres pays a été suivie d'un effondrement de leurs importations et donc du commerce mondial. Les pays à l'épargne excédentaire, ne réalisant pas la gravité de leur propre besoin de générer une croissance rapide de la demande intérieure, ont connu une spirale descendante des revenus. La récession au Japon, ou en Allemagne, a été plus grave qu'aux États-Unis et en Grande-Bretagne ! Au lieu de se demander si les pays excédentaires allaient stimuler la demande intérieure pour sortir le monde de la récession, de préférence par la consommation plutôt que par l'investissement, le problème est devenu celui d'empêcher un effondrement soudain de leur demande domestique et une spirale descendante de l'économie mondiale.

193

Si nous revenons à nos possibilités (2) et (3) deux paragraphes plus haut, la question politique qui se pose désormais est de savoir laquelle des possibilités énumérées ci-dessous sera adoptée par les pays à l'épargne excédentaire :

- 1- une stimulation réussie de la consommation (particuliers ou gouvernements) ;
- 2- des investissements inutiles (comme avant) - qui réduiraient les revenus futurs et gaspilleraient des ressources ;
- 3- des déficits gouvernementaux structurels (comme avant) ;
- 4- une stagnation mondiale prolongée et une déflation, pendant que les effets temporaires de la récession aux États-Unis et dans les autres pays déficitaires s'estompent.

Les trois premières de ces hypothèses se recouvrent. Une manière de stimuler la consommation est de réduire les impôts, ce qui implique un déficit structurel gouvernemental - c'est-à-dire (1) est atteint grâce à (3). Une autre est d'augmenter les dépenses sociales collectives d'une certaine manière, ce qui implique également une augmentation structurelle du déficit budgétaire. Ces deux augmentations de la dette publique - pas nécessairement plus rapide que celle des revenus/PIB - produiraient un avantage social : une consommation plus forte qui est au départ le but principal de l'activité économique. De même,

des investissements inutiles peuvent être favorisés (avec une épargne excessive) par une pression à la baisse sur les taux d'intérêt réels (et/ou le taux de rentabilité des entreprises) ou si le gouvernement se lance dans des projets ruineux² qui engendrent des déficits structurels.

Un plan de relance vigoureux...

Où en est la Chine avec ses problèmes d'épargne excédentaire ? La première chose à dire est qu'elle s'emploie énergiquement à stimuler la demande intérieure, à la différence des mesures réticentes et défensives de l'Allemagne et de l'attitude ambiguë du Japon, où les déficits structurels doivent être envisagés dans le contexte d'une dette publique déjà très importante. La contribution de la Chine à la croissance mondiale réelle est de l'ordre de 400 Md\$ en tendance contre 160 Md\$ pour l'Europe du Nord et du Centre (dont la moitié pour l'Allemagne). Après la prise en compte des ratios d'importation adéquats pour estimer les effets de « locomotive » de la croissance chinoise sur le reste du monde, la croissance tendancielle de la Chine ajoute 120 Md\$ aux importations mondiales chaque année, alors que les pays d'Europe du Nord et du Centre représentent un peu plus de la moitié avec 64 Md\$ et le Japon un maigre 7 Md\$ (cf. tableau 1).

194

Tableau 1
PIB en prix courants et effet « locomotive » des importations

	PIB 2008 (en Md\$)	Taux de croissance (en %)	Croissance du PIB (en Md\$)	Ratios d'importation estimés (en %)	Gain lié aux importations*** aux (« effet locomotive ») (en Md\$)
Monde	60 690	3,4	2 076		
États-Unis	14 265	2,8	399	16	64
Europe du Nord et du Centre*	7 563	1,5	113	30	34
Autres pays d'Europe de l'Ouest	11 780	2,5	294	25	74
Japon	4 924	1,5	74	10	7
Chine	4 402	9,8	431	27	116
Tigres asiatiques**	2 913	5	146		
Inde	1 210	7,5	91		
Autre pays développés	1 831	3	55		
Autres pays en développement	11 803	4	472		

* Allemagne, Benelux, pays nordiques, Suisse/Autriche ; le ratio d'importation élimine le commerce entre les pays de ce groupe.

** Corée, Hong Kong, Taiwan, Singapour, Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande.

*** Utilisation d'un ratio d'importation moyen estimé plutôt que d'un ratio d'importation marginal.

Source : FMI.

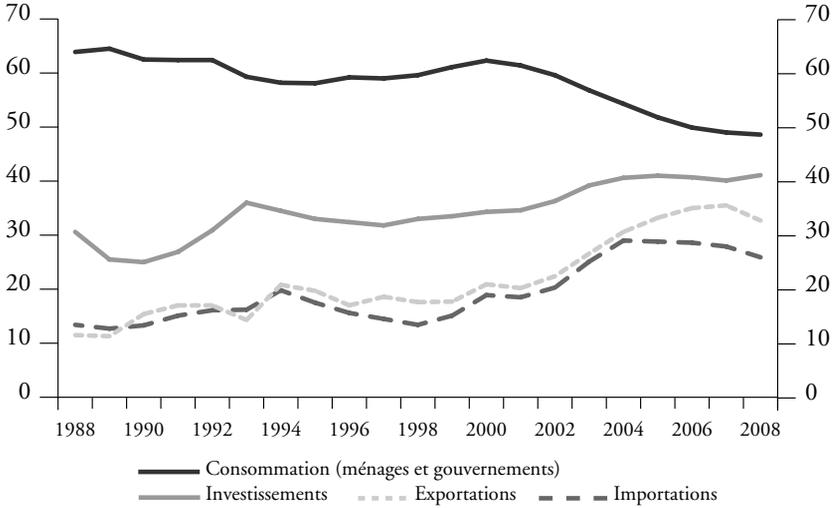
Il en ressort que la reconnaissance par la Chine de l'importance de la stimulation de sa demande intérieure est le signal le plus encourageant pour l'espoir mondial d'un redressement.

L'une des difficultés principales dans le déchiffrement de la position de court terme de la Chine est que les chiffres de la croissance réelle sont présentés sous une forme qui n'inspire pas confiance. Tout ce que fournit le Bureau des statistiques est le taux de croissance réelle du dernier trimestre de l'année précédente. Il n'y a pas de niveau du PIB réel (à prix constants), si bien que non seulement il faut croire les autorités sur parole, mais, en outre, on ne peut pas appliquer de correction des variations saisonnières pour se faire une idée de la croissance trimestrielle. Cependant, le taux de croissance trimestriel du PIB nominal est donné en yuan courant. Celui-ci peut être utilisé pour calculer l'équivalent d'une croissance annuelle par rapport au trimestre de l'année précédente et pour le comparer au taux fourni *ex cathedra* par les autorités, puis, après ajustement saisonnier, pour indiquer l'évolution trimestrielle.

Il en ressort (sans surprise) que les vrais chiffres de la croissance sont fortement aménagés pour lisser les fluctuations. Les taux de croissance donnés en 2006-2007 étaient généralement de l'ordre de 11 % ou moins, alors que nos estimations fondées sur les chiffres officiels et des informations sur les prix de sources indépendantes donnaient plutôt près de 13 %. Certes, les données ont depuis été révisées et annoncent 13 % pour 2007 et 11 % pour 2006. Les chiffres trimestriels récents de taux annuel étaient de 6,1 % pour le premier trimestre 2009 et 7,9 % pour le deuxième trimestre 2009, mais notre analyse des chiffres nominaux indique que la croissance du premier trimestre 2009 a été proche de zéro et celle du deuxième trimestre 2009 est de 3 % à 4 %. Comme on sait que l'économie était en plein *boom* au troisième trimestre 2008, le trimestre des Jeux olympiques, et avant le *crash* du commerce mondial qui commence en octobre 2008 et en novembre 2008, cela signifie qu'une croissance nulle dans l'année se terminant au premier trimestre 2009 implique une chute de la croissance réelle sur une base trimestrielle pour le quatrième trimestre 2008 et le premier trimestre 2009.

Le graphique 2 (ci-après) sera un point de référence important tout au long de cet article ; mais pour les questions de croissance, il faut noter que les exportations en 2007 (et les trois premiers trimestres 2008) représentaient 35 % du PIB. Leur forte chute au quatrième trimestre 2008 est décrite dans le graphique 3 (ci-après).

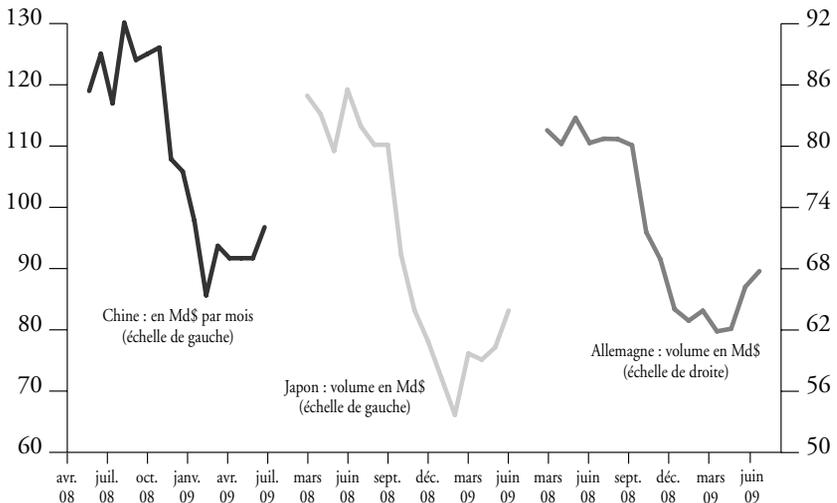
Graphique 2
Répartition des dépenses dans le PIB chinois
 (en %)



Source : National Bureau of Statistics of China.

196

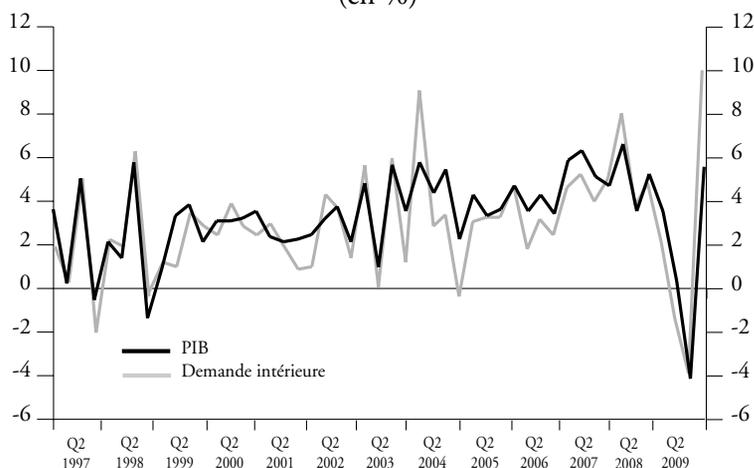
Graphique 3
Chute des exportations dans les pays à l'épargne excédentaire



Sources : National Bureau of Statistics of China ; Japanese Ministry of Finance ; Deutsche Bundesbank.

Bien que les trois pays à l'épargne excédentaire aient connu récemment un redressement et une reprise bienvenue de leurs exportations, ils sont encore en dessous des niveaux de l'année précédente, d'un quart pour la Chine, d'un tiers pour le Japon et de 15 % pour l'Allemagne, et c'était pire au premier trimestre 2009 au plus bas du commerce mondial. Bien qu'une bonne part de cette baisse des exportations ait été compensée par une baisse des importations - une grande part des exportations chinoises étant des assemblages de pièces et de matériaux importés -, l'impact sur la croissance a suffi pour produire une croissance zéro au premier trimestre 2009 par rapport à l'année précédente : la demande intérieure réelle sur cette période n'a connu qu'une croissance de près de 2 %, parce que la consommation et les investissements privés ont été dissuadés par la forte chute des revenus à l'exportation.

Graphique 4
Chine : croissance nominale trimestrielle
(en %)

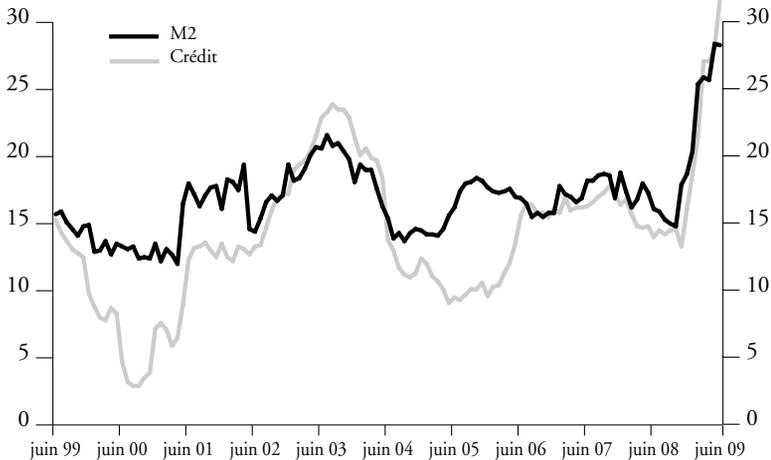


Sources : National Bureau of statistics of China ; ajustement des variations saisonnières par Lombard Street Research.

La structure trimestrielle de croissance nominale, après ajustement des variations saisonnières, semble conforme à l'analyse faite jusqu'ici. Essentiellement, la croissance a été nulle au quatrième trimestre 2008 (la chute des exportations n'a commencé qu'en novembre 2008 et n'a eu que peu d'impact sur la croissance trimestrielle) et de moins 4 % (un taux annuel à deux chiffres) au premier trimestre 2009. L'important rebond au deuxième trimestre 2009 est dû à deux facteurs : un tassement des exportations et une violente stimulation fiscale et monétaire de la demande intérieure.

Il est difficile de discerner la stimulation budgétaire de la stimulation monétaire en Chine, car la plupart des banques sont détenues par le gouvernement et prennent leurs ordres d'« en haut ». Le graphique 5 résume les effets monétaires dynamiques de la politique de relance depuis l'hiver dernier. En termes de politique budgétaire pure, le solde du budget gouvernemental au cours des douze derniers mois (dont probablement moins de la moitié a été affectée par les mesures gouvernementales) est passé d'un excédent à un déficit d'un peu plus de 4 % du PIB, mais la plus grande partie représente les effets cycliques automatiques de la récession sur le solde budgétaire, plutôt que les mesures de relance. La mesure du solde budgétaire par l'OCDE, avec ses propres corrections saisonnières, montre que le solde aurait chuté de zéro à un déficit de 7 % du PIB fin 2008. Cette amplitude suffit à expliquer le bond de 5 % du PIB nominal au deuxième trimestre 2009, sous l'effet de la demande intérieure. Une part importante du mouvement budgétaire s'explique par une augmentation de 3 %, de 11 % à 14 %, des investissements publics.

Graphique 5
Chine : croissance de la monnaie et du crédit sur douze mois
(en %)



Source : People's Bank of China.

Il ne fait pas de doute que l'augmentation du crédit et de la monnaie, au sens large, de 20 % en six mois (un taux annuel de 40 %) représente cette augmentation des emprunts par le gouvernement (directement ou indirectement). Mais les banques d'État ont, de toute façon, augmenté fortement leurs prêts, une grande part de cette augmentation étant

sous la forme de prêts à des entreprises nationales pour répondre à l'accroissement du crédit voulu par le gouvernement. L'ensemble du programme de relance annoncé par le gouvernement en 2008 représentait quelque 15 % du PIB. En valeur nominale, la hausse du déficit budgétaire ne représente que la moitié de ce chiffre. Alors que les crédits domestiques ont augmenté de 3,5 trillions de yuan (environ 12 %-13 % du PIB) au cours de l'année 2008, il a progressé de 7 trillions de yuan durant le premier semestre, soit 25 % du PIB, deux fois plus en deux fois moins de temps.

Les principales destinations de cet énorme flux de crédits sont :

- les dépenses d'équipement ;
- la relance du logement subventionné après le creux de 2008 ;
- l'investissement des sociétés, surtout des entreprises nationales ;
- le soutien aux exportateurs qui, sans cela, couperaient dans les emplois, les investissements et les stocks ;
- les importations de matières premières, notamment le pétrole et les métaux ;
- les achats d'actions ;
- les nombreux « aller-retour », les prêts mutuels permettant aux entreprises et aux banques de remplir leurs nouveaux quotas.

La hausse du PIB au deuxième trimestre 2009 n'est que le début de la reprise et montre la force des dépenses d'équipement. Des informations sur la reprise dans le bâtiment ont également commencé à apparaître. Le principal élément, ici encore, est le crédit avec l'aide d'incitations fiscales de la part du gouvernement, mais, dans ce cas, pour favoriser l'achat des importants stocks de logements invendus par leurs constructeurs à fin 2008. Cette forte reprise des prix de l'immobilier se répercute maintenant sur les constructions neuves.

Les prêts aux entreprises existantes destinés à prévenir un arrêt brutal des investissements et à financer de nouveaux investissements ont également soutenu la demande intérieure en allégeant les fortes réductions d'emplois, de salaires, de stocks et d'investissements qui auraient eu lieu.

La différence entre une croissance de 10 % de la demande intérieure et de 5 % de croissance du PIB au deuxième trimestre 2009 (tous deux nominaux) vient de ce qu'une bonne part de la hausse de la demande intérieure s'est faite dans les stocks, notamment de métaux et de pétrole. Les exportations ont été étalées entre le premier trimestre 2009 et le deuxième trimestre 2009 (après ajustement), alors que les importations augmentaient de 17 % et ont encore augmenté en juillet 2009 à près de 10 % au-dessus de la moyenne du deuxième trimestre 2009. De fortes hausses en volume ou en tonnage ont été observées pour les carburants et les métaux, et donc la hausse des importations n'est pas

seulement une conséquence de la hausse des prix du pétrole et des métaux depuis le début de cette année 2009.

La croissance des importations de matières premières destinées à être stockées sera probablement temporaire et ce type de dépenses devrait donc diminuer dans les prochains mois, bien que la demande intérieure finale (c'est-à-dire hors constitution de stocks) doive continuer à augmenter. Un autre usage des prêts qui donne des signes d'essoufflement est la vague d'achats qui a alimenté la reprise de la Bourse. Le marché était tombé bien plus bas que le S&P américain lors de la purge d'octobre 2007 à novembre 2008, cédant 70 %. Il a depuis pratiquement doublé sous l'effet des mesures de relance jusqu'à un plus-haut début août 2009, reperdant 20 % depuis. Mais par rapport au plus-haut de 2007, ce doublement s'est produit à partir de 30 % (après la baisse de 70 %) pour atteindre 60 %, soit une perte nette de 40 %, ce qui n'est pas loin de la chute de 36 % du S&P entre son plus-haut de 2007 et son niveau actuel autour de 1 000 points. La brusque chute du Shanghai Composite Index, récemment, a ramené celui-ci de « 60 » à « 48 », soit une baisse de près de la moitié par rapport à son plus-haut. Une bonne part de celle-ci est due à la politique du gouvernement car ses décisions ont des effets considérables sur les entreprises nationales qui sont fort représentées dans cet indice, mais aussi aux crédits qui ont favorisé la spéculation sur les marchés conformément aux souhaits de Pékin.

200

D'un point de vue général, de long terme, l'investissement dans le Shanghai Composite Index n'a pas été particulièrement profitable. Après ses fortes hausses et baisses de ces dernières années, il est à peu près à trois fois son niveau d'il y a quinze ans, lorsqu'il a « émergé » pour la première fois. Ceci se traduit par un gain annuel composé de 7,5 %, ce qui n'est guère impressionnant dans un pays qui connaît un taux de croissance tendancielle de 10 % et une inflation positive la plupart des années - sans oublier que ce rendement est rendu plus risqué qu'un investissement dans les actions (par exemple) américaines par les violentes fluctuations des prix de la Bourse chinoise. Cette situation déplorable, la Chine la partage avec toutes les Bourses émergentes d'Asie, à l'exception de Hong Kong et de l'Inde, mais aussi avec le Japon. Ceci a un impact sur la discussion sur les moyens de faire baisser le taux d'épargne en Chine et de stimuler la consommation.

Quelle sera la durée et la force de la reprise ? Pour la première année, voire deux ans, il n'y a guère de raison de la remettre en cause. Au-delà, la conception de la politique semble particulièrement mauvaise, si bien que les chiffres de la croissance, tant cyclique que tendancielle, pourraient s'avérer peu satisfaisants par rapport aux normes du passé

(10 % de croissance tendancielle), de même qu'à l'objectif du gouvernement (8 % de croissance).

Pour les dix-huit premiers mois commençant au premier trimestre 2009, on peut raisonnablement estimer que la demande intérieure globale ne progressera que marginalement plus que la demande intérieure finale, c'est-à-dire que la récente accumulation de stocks sera largement dénouée (ou « utilisée » dans la production normale à venir). Une autre hypothèse valable est que le taux de progression du deuxième trimestre 2009 par rapport au premier trimestre 2009 va quelque peu ralentir, à mesure que Pékin lève le pied sur la pédale de la relance. Mais avec une possible reprise de la construction et quelques retombées des revenus des traitements et des salaires, et donc de dépenses de consommation, le ralentissement pourrait ne pas être très important au début. Ce qui laisse un taux de progression potentiel de 15 % ou plus de la demande intérieure globale, soit moins que la hausse de 5 % du PIB au deuxième trimestre 2009, mais pas beaucoup moins.

La reprise aux États-Unis et en Europe sera vraisemblablement plus modeste que dans l'Asie-Pacifique et donc les exportations chinoises ne retrouveront pas leur niveau de progression antérieure, ni même leur niveau de l'été 2008, en 2009-2010. Si les importations vont ralentir à partir de maintenant, parce que l'accumulation des stocks de matières premières va ralentir et, probablement, s'inverser, leur croissance sera sans doute supérieure à celle des exportations. Ce qui laisse augurer d'une croissance du PIB réel dans une fourchette de 12 %-15 % dans l'année allant jusqu'au premier trimestre 2010 et ralentissant ensuite en 2010. Avec un niveau de départ de 6 %-7 % en dessous de la tendance au premier trimestre 2009, ce taux de croissance provoquera un certain ralentissement dans l'économie tout au long de 2010, c'est-à-dire une poursuite de la déflation. Mais avec l'aide de quelques politiques de relance vigoureuses pour les économies du Japon et de la Corée, les optimistes ont de bonnes chances de l'emporter concernant la croissance de l'Asie-Pacifique dans la reprise.

...mais qui ne traite pas les déséquilibres de la demande globale

Le problème se situe dans le moyen terme, dans la mesure où la politique chinoise ne fera pas grand-chose pour corriger le problème structurel de l'épargne excédentaire et de la consommation insuffisante. La situation de base de la Chine de 2007-2008 avant l'effondrement des échanges était que la consommation (ménages et État) avait baissé de 58 % du PIB en 1997 à 48 % en 2007. Ces dix points de pourcentage étaient compensés par un pourcentage de l'investissement fixe atteignant 42 % et les exportations nettes près de 10 %. Mais un taux

d'investissement fixe de 42 % du PIB est excessif, même avec un taux de croissance tendancielle de 10 %. En d'autres termes, son rendement sera probablement insuffisant à la marge, une forme de gaspillage.

C'est pourquoi, en réalité, la Chine, en 2007, avait des investissements fixes considérablement excessifs et - avec des exportations nettes de 10 % du PIB qui augmentent le taux d'épargne nationale de 10 % - une épargne ridiculement excessive. Pour remédier à cela, la consommation devait être accrue. Mais le *crash* des exportations, qui a réduit le nombre d'emplois et les salaires dans des industries d'exportation importantes, a eu pour effet de contracter la consommation. On estime que la politique agressive de relance de la consommation pratiquée par le gouvernement a été dirigée à 80 % vers l'investissement. En d'autres termes, pour combler la différence de 10 % des exportations nettes - la différence entre l'épargne et les investissements -, les mesures ont augmenté le niveau, déjà excessif, des investissements, plutôt que de baisser l'épargne en ciblant directement la consommation.

Les effets de la politique chinoise sont symbolisés par les types de dépenses qui devraient persister. De nouvelles dépenses d'investissement dans un pays dont l'infrastructure est déjà excellente par rapport à ses ressources sont du gaspillage. Comme le Japon et ses fameux « ponts vers nulle part », les autoroutes chinoises « vers le désert de Gobi » pourraient bien se traduire par une réduction du taux de croissance tendancielle (au Japon, la tendance est tombée de 4 % par an dans les années 1980 à 1 % dans les années 1990, ce qui a puissamment contribué à la persistance de sa longue crise). De nouveaux coups de pouce au logement vont également produire des biens invendables, sauf si le gouvernement s'engage à les subventionner de manière permanente car le nombre de personnes susceptibles d'acheter de nouveaux logements est limité par leurs revenus.

L'aspect peut-être le plus dangereux de la relance est la perspective d'une augmentation des investissements des entreprises. En fonction de la contraction de 6 %-7 % de l'économie au premier trimestre 2009, l'évolution normale des dépenses d'investissement des entreprises devrait être en forte baisse, les capacités existantes étant plus que suffisantes. Dans ce contexte, encourager les entreprises nationales à investir fortement va probablement affecter la rentabilité du secteur des exportations qui est le fer de lance de l'économie chinoise. La production pourrait également connaître une déflation, ce qui signifie que les autres pays à l'épargne excédentaire auront encore plus de difficultés à générer des revenus dans l'avenir, comme on peut déjà le prévoir en raison de la contraction de la demande d'importations aux États-Unis et dans les autres pays à déficits. Donc, la reprise chinoise, par son biais en faveur des investissements, ne durera peut-être qu'un an ou deux.

LA NÉCESSITÉ DE RÉÉQUILIBRER LA DEMANDE GLOBALE AU PROFIT DE LA CONSOMMATION

Ce que la Chine doit faire, c'est instaurer des politiques qui stimuleraient la tendance de long terme à consommer et à réduire le souhait d'économiser. Et ceci doit être fait massivement. La consommation (ménages et État) représente actuellement 48 % du PIB. À combien doit-elle monter ? On ne peut mieux répondre à cette question qu'en se référant au niveau souhaitable des autres composants de la demande dans le PIB. Pour l'investissement fixe, l'analyse des coefficients de capital et les rendements des capitaux investis (RCI) donnent à penser qu'un taux de croissance réelle de 10 % et des RCI appropriés suggèrent un taux d'investissement de 33 %-35 % du PIB. Mais la croissance future de la Chine a peu de chances de renouer avec la tendance passée de 10 %. Donc, un taux d'investissement de 30 % du PIB devrait être suffisant, avec un maximum de 33 %. L'excédent net des importations que l'on peut prévoir en fonction de la fragilité de la demande dans le reste du monde est bien en dessous des récents 10 % du PIB : 3 %-5 % semblent être le maximum sur lequel on peut prudemment tabler. En ajoutant 1 %-2 % pour l'accroissement des stocks, l'ensemble des postes hors consommation se situe à 34 %-40 %, avec un point médian à 37 %. Mais cela voudrait dire que la consommation doit augmenter d'un considérable 15 %, de l'actuel 48 % à 63 % du PIB.

203

Les mesures qui permettraient d'y parvenir sont notamment :

- stimuler/subventionner le logement et les prêts hypothécaires ;
- instaurer un régime de sécurité sociale ;
- accorder un véritable droit de propriété pour les terres et les biens immobiliers ;
- abolir les limitations aux sorties de capitaux.

La possibilité la plus immédiate de relance réside dans le logement. Celui-ci est un moyen efficace de générer de la demandes car il ne porte pas seulement sur la construction des immeubles, mais aussi sur les principales dépenses des ménages que sont l'ameublement, la décoration, les équipements ménagers... C'est la mesure que le gouvernement pourrait mettre en œuvre le plus rapidement, comme ce fut déjà le cas cette année. Aux États-Unis notamment, le marché hypothécaire est le moyen de rediriger l'épargne des catégories plus âgées, et au fort potentiel d'épargne, vers la dépense de personnes plus jeunes qui fondent des foyers. Dans la mesure où un programme de construction doit être accompagné par des investissements d'infrastructure, un programme public d'investissement visant à favoriser un *boom* sur le logement s'appuyant sur des prêts hypothécaires et autres subventions fiscales semble être la meilleure voie pour stimuler les dépenses de logement en Chine.

A l'Ouest, nous considérons que le dicton « Ne perdez pas votre emploi, ne perdez pas la santé, ne vieillissez pas... » appartient au XIX^{ème} siècle : depuis au moins 1950, les systèmes de sécurité sociale et les produits financiers pour les particuliers ont apporté aux populations une protection contre les pertes d'emploi, la maladie et la retraite. La Chine doit encore mettre en œuvre des systèmes approchant soit par un dispositif gouvernemental (sécurité sociale), soit par des produits financiers privés (assurance maladie, pensions privées, assurance-vie...). Étant donné le but suprême du gouvernement communiste de conserver le pouvoir et le contrôle politique, la sécurité sociale est un secteur naturel de développement de nature à encourager la consommation et des produits parallèles du secteur privé seraient en cohérence avec la volonté d'instaurer un système financier moderne - de pair avec un développement rapide du marché hypothécaire. Cependant, même s'il était doté d'une forte priorité, il s'agit d'un projet d'une durée de dix ans, plutôt que de deux ans. Ceux qui sont optimistes sur l'économie chinoise, qui espèrent qu'une croissance de la consommation apparaîtra prochainement, ont de fortes chances d'être déçus par le rythme de développement d'une sécurité sociale individuelle.

204

Pour ce qui est du droit de propriété des terres et de l'immobilier, on ne peut pas attendre grand-chose, même si des réformes pourraient rapidement améliorer l'économie dans un domaine à forte priorité pour les autorités : la croissance du revenu dans les campagnes. Pour le moment, les paysans ont des baux sur leurs terres - de longue durée, il est vrai, de trente ou quarante ans -, mais n'ont pas la possibilité de fusionner avec leurs voisins pour leur intérêt mutuel, par exemple dans le domaine de l'irrigation ou de l'exploitation des terres. En outre, les gouvernements provinciaux et locaux n'ont pas abandonné leur habitude de saisir des terres quand ils en ont besoin, par exemple pour une aciérie. Avec près de la moitié de la population encore dans les campagnes, il y a là un domaine où d'énormes gains de productivité, de revenus et de dépenses pourraient être générés - mais ne le seront probablement pas, en raison de la priorité donnée par le Parti communiste au contrôle sur la vie des gens.

Le dernier point mentionné ci-dessus est la limitation des exportations de capitaux. Les énormes flux de l'épargne chinoise doivent presque entièrement être investis en Chine, en vertu de la législation en vigueur : l'excédent net d'exportation et les entrées nettes de capitaux sortent du pays par le biais de l'accumulation des devises étrangères à la Banque populaire de Chine. Les investisseurs ont le choix entre des logements coûteux, des taux d'intérêt dérisoires sur les dépôts dans les banques d'État et la Bourse aux violentes fluctuations. Ce choix de portefeuilles limités et risqués encourage un fort taux d'épargne car

la richesse existante est précaire. En 2007, la Banque de Chine - par la voix de l'Administration nationale des changes - a proposé un assouplissement progressif des contrôles sur les exportations de capitaux. Mais celui-ci a été arrêté et avec la crise financière qui est survenue peu après, la question ne semble plus d'actualité. Pourtant, ce serait le bon moment pour la Chine d'élargir et de diversifier sa gamme d'actifs financiers pour obtenir à la fois des rendements meilleurs sur leur épargne et moins de volatilité. Si, et quand, cette réforme revenait sur le devant de la scène, le besoin d'épargne pourrait diminuer. Mais cela est très improbable dans les deux ou trois ans à venir.

Bizarrement, l'abolition du contrôle des exportations de capitaux pourrait être extrêmement utile à un autre objectif politique : éviter la hausse du taux de change. Dans la perspective de la reprise modérée qui s'annonce, la bataille pour les parts de marché à l'exportation entre les pays à l'épargne excédentaire et les récriminations des intérêts syndicaux aux États-Unis devrait s'intensifier. Personne ne peut nier que la Chine « manipule » sa monnaie, un sujet particulièrement brûlant (pour l'instant) des joutes oratoires. Mais si la Chine levait ses restrictions aux sorties de capitaux, le flux des investissements privés qui sortirait du pays pourrait bien excéder l'excédent net des exportations (qui décline rapidement) et exercer une pression à la baisse sur le taux de change du yuan : compétitivité sans manipulation, ce serait la politique idéale ! En l'état actuel des choses, la situation difficile dans le monde de l'après-crise pourrait sérieusement compliquer la phase suivante de la croissance chinoise, c'est pourquoi une politique qui pourrait à la fois contenir le taux de change et réduire le taux d'épargne personnelle est très séduisante et pourrait être relancée prochainement.

Ceci est un moment crucial pour l'économie chinoise. La croissance devra être plus lente que la tendance passée de 10 %, quel que soit, pratiquement, le scénario. Mais avec de bonnes décisions, une baisse à 8 % pourrait amener la Chine au niveau des États-Unis en taille (pas en revenu) dans une trentaine d'années. Mais si le développement de la consommation domestique n'est pas activement stimulé, le taux de croissance pourrait tomber à environ 6 % et le « rattrapage » pourrait prendre près de cinquante ans.

NOTES

1. *Bankers* et *banksters* : jeu de mots entre *banker* et gangster.
2. Les exemples classiques de projets ruineux sont les fameux « ponts vers nulle part » et le « pavage du mont Fuji » des années 1998-2003 au Japon.

BIBLIOGRAPHIE

- DUMAS C. (2008), *China and America : a Time of Reckoning*, Profile Books.
- DUMAS C. et CHOYLEVA D. (2006), *The Bill from the China Shop*, Profile Books.
- FENBY J. (2009), *The Penguin History of Modern China : the Fall and Rise of a Great Power, 1950-2009*, Allen Lane.
- KHANNA P. (2008), *The Second World : Empires and Influence in the New Global Order*, Random House.
- PEI M. (2006), *China's Trapped Transition : the Limits of Developmental Autocracy*, Harvard University Press.