

19 juillet 2007

## LE PIB RÉEL DE LA CHINE EN HAUSSE DE 11,9 % AU DEUXIÈME TRIMESTRE

### L'économie chinoise est-elle robuste ou en surchauffe?

#### Introduction

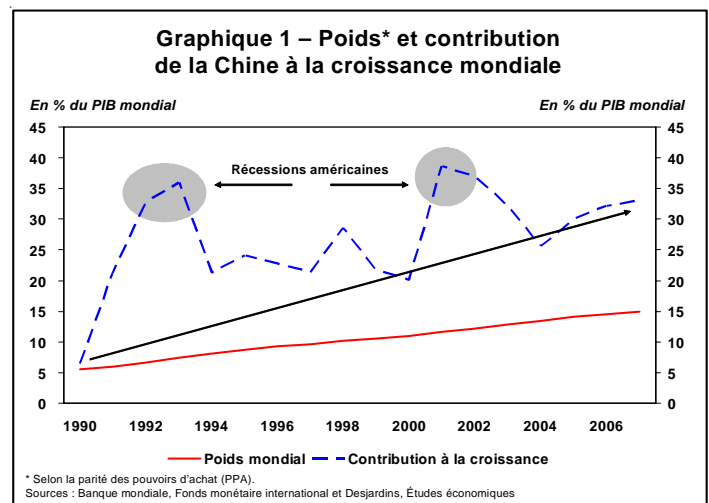
Les signes de surchauffe de l'économie chinoise semblent de plus en plus manifestes. Au deuxième trimestre de l'année, le PIB réel a bondi de 11,9 %, à rythme annuel, prolongeant la période au-dessus de la croissance tendancielle<sup>1</sup> à 11 trimestres. Or, la dernière fois que l'économie a progressé à un rythme aussi soutenu, l'inflation s'est fortement accélérée. Le gouvernement a dû resserrer agressivement ses politiques et l'économie a mis plusieurs années à se sortir de nouveau d'une période de faiblesse. Dans ces conditions, il n'est pas surprenant de voir les craintes de surchauffe refaire surface (encore une fois). Cela, d'autant plus que l'essor actuel de l'économie chinoise est accompagné : 1) d'une poussée inflationniste et 2) d'une sérieuse spéculation sur plusieurs classes d'actifs. Doit-on s'attendre à un autre atterrissage forcé de l'économie chinoise, ou les choses seront-elles différentes cette fois-ci?

Dans ce *Point de vue économique*, nous montrons que les risques de dérapage de l'économie chinoise demeurent somme toute limités<sup>2</sup>. L'investissement reste la source prédominante de croissance, mais ce sont les gains du secteur extérieur qui ont le plus contribué à accélérer la cadence au début de 2007. Par ailleurs, la poussée inflationniste (comme en 2004) reflète essentiellement la montée des prix des aliments (surtout le prix des grains et, plus récemment, le prix du porc). Les profits des entreprises sont élevés et les prix à la production restent contrôlés. Par conséquent, la situation globale de l'inflation est saine. De son côté, la spéculation boursière est préoccupante, mais il n'y a pas lieu de croire qu'une correction marquée aurait des répercussions importantes sur l'économie chinoise. La taille de la Bourse est relativement faible par rapport à l'économie et il y a peu d'évidence que la frénésie actuelle reflète un accroissement du crédit.

#### La Chine, un joueur prédominant

Au cours des dernières années, l'impact de l'industrialisation de la Chine sur l'économie mondiale a été phénoménal. Avec un poids de plus en plus important à l'échelle planétaire (le poids économique du pays a triplé depuis 1990) et une accélération de la croissance économique depuis la fin des années 90, la contribution de la Chine a évolué sur une tendance nettement haussière, passant de 6 % en 1990 à plus de 30 % en 2006<sup>3</sup> (graphique 1).

Au rythme où vont les choses, tout porte à croire que la Chine continuera d'être le principal moteur de l'économie mondiale au cours des prochaines années (graphique 2 à la page suivante). Avec l'acquis de croissance du premier semestre, les attentes ont été révisées à la hausse à près de 11,0 % pour 2007 et les perspectives économiques restent excellentes. Cela dit, pour plusieurs, en dépit de nombreuses mesures restrictives adop-



<sup>1</sup> La série trimestrielle sur la variation annuelle du PIB réel (non cumulatif) débute en 1994. La croissance moyenne du PIB réel sur la période est de 9,1 %.

<sup>2</sup> Cette conclusion est similaire à celle tirée il y a deux ans et demi. Voir le *Point de vue économique* « La croissance effrénée de l'économie chinoise : essor ou surchauffe? », 10 février 2005.

<sup>3</sup> Il faut ici exclure les périodes de récessions aux États-Unis où la contribution sans précédent de la Chine à la croissance mondiale reflète plus le marasme économique américain (contribution nulle, voire négative des États-Unis) qu'une progression économique chinoise plus forte qu'à la normale.

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

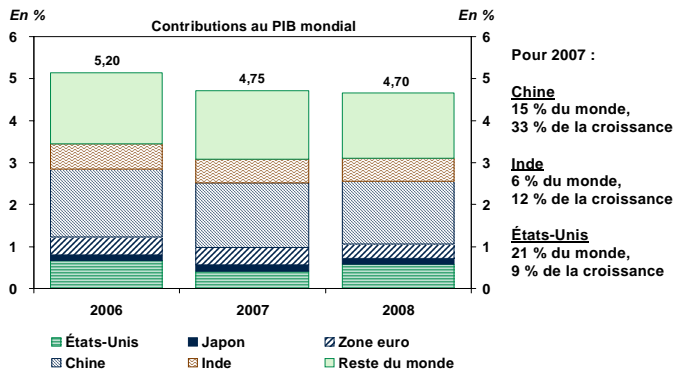
Tél. : 514 281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336

**Martin Lefebvre**

Économiste

Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

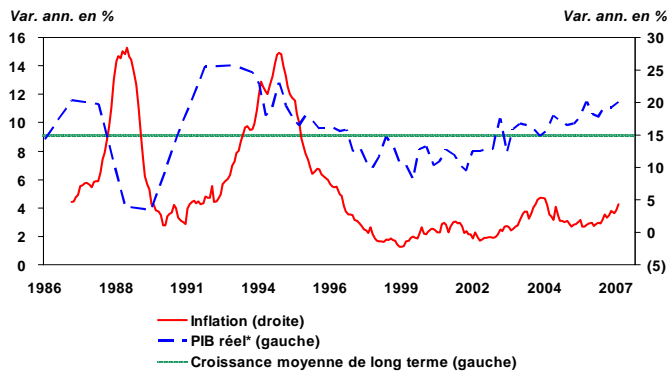
**Graphique 2 – La Chine demeure le principal moteur de croissance cette année**



Sources : Fonds monétaire international, Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

tées afin de ralentir l'investissement (voir l'encadré à la page 3 pour l'éventail des plus récentes mesures gouvernementales), la Chine ne semble pas en mesure de « rééquilibrer » la croissance<sup>4</sup>, et les risques de surchauffe sont omniprésents (graphique 3). Étant donné l'importance grandissante du pays, qu'il s'agisse des importations de matières premières ou de la fabrication de biens à moindres coûts, un affaissement économique de la Chine aurait des conséquences néfastes tant pour elle que pour le reste du monde.

**Graphique 3 – L'économie chinoise maintiendra-t-elle le cap?**



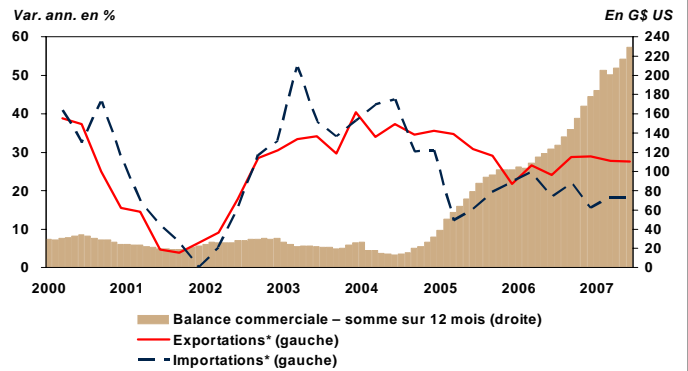
\* Données annuelles jusqu'en 1994 et trimestrielles par la suite.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**La croissance peut-elle se poursuivre au même rythme?**  
Les comptes nationaux ne sont pas ventilés par composante et, par conséquent, il est difficile de savoir avec certitude leur contribution à la croissance du PIB réel. Cela dit, l'évolution récente de l'investissement en capital et des exportations nettes suggère que l'accélération de la cadence économique au premier trimestre repose essentiellement sur un apport plus fort que prévu des investissements bruts et du secteur extérieur.

<sup>4</sup> Le plan quinquennal du gouvernement chinois vise, entre autres, à rééquilibrer la croissance économique des dépenses d'investissement vers les dépenses de consommation.

Les exportations nettes (exportations moins importations) ont littéralement explosé depuis le début de 2006, poussant le surplus commercial annuel de la Chine à plus de 230 G\$ US en juin (graphique 4). Toutefois, il semble qu'une grande partie des gains récents soit due à l'anticipation de l'abolition des rabais sur la taxe à l'exportation que Pékin consent sur près de 3 000 produits. La réduction des rabais entrant en scène le 1<sup>er</sup> juillet 2007, il est probable que les choses rentreront graduellement dans l'ordre en deuxième moitié de l'année.

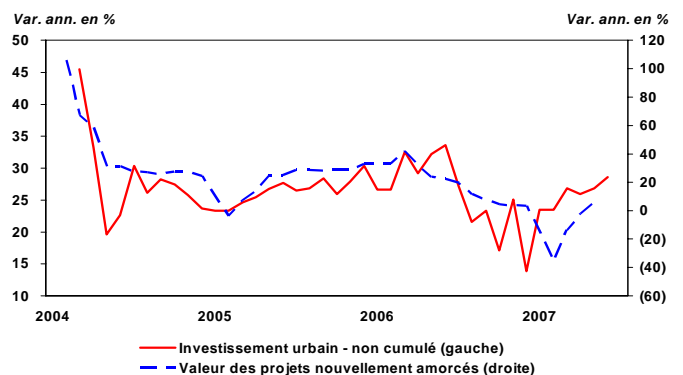
**Graphique 4 – La contribution du secteur extérieur à la croissance du PIB s'est fortement accélérée**



\* Moyennes trimestrielles.  
Sources : National Bureau of Statistics of China et Desjardins, Études économiques

La clé demeure ainsi dans le contrôle des dépenses d'investissement. Clairement un facteur du ralentissement de la croissance économique en deuxième moitié de 2006, l'investissement en capital s'est accéléré au cours des six premiers mois de l'année, contribuant à un essor renouvelé de l'économie chinoise. Cela dit, le rythme annuel des dépenses d'investissement demeure en dessous des niveaux atteints il y a un an, et la tendance reste à la baisse (graphique 5).

**Graphique 5 – L'investissement demeure robuste, mais tout de même inférieur au niveau de 2006**



Sources : National Bureau of Statistics of China et Desjardins, Études économiques

Néanmoins, il ne faut pas s'attendre à ce que l'investissement ralentisse nettement au cours des prochains mois. D'un côté, le nombre et la valeur des projets nouvellement amorcés ont bondi en avril et en mai, indiquant que l'investissement sera encore au rendez-vous d'ici la fin de l'année.

## Mesures administratives mises de l'avant par le gouvernement chinois

L'accélération de la cadence économique, l'investissement excessif, l'accentuation du surplus commercial, l'accroissement rapide de la masse monétaire et la remontée de l'inflation ont poussé le gouvernement chinois à multiplier les mesures administratives depuis le début de l'année, afin d'assurer une croissance économique stable et soutenable. Les mesures gouvernementales ont été entreprises sur plusieurs fronts.

### Politique monétaire :

Sur le plan de la politique monétaire, la Banque populaire de Chine (BPdC) a relevé ses taux d'intérêt à deux reprises (graphique A) et le ratio des réserves obligatoires à cinq occasions (graphique B), depuis le début de l'année.

### Marché boursier :

Le 18 mai dernier, dans le but d'accroître le coût d'opportunité à investir dans le marché boursier, les taux sur les dépôts ont été augmentés plus fortement que ceux sur les prêts, les taux sur les dépôts\* de longue échéance enregistrant les hausses les plus fortes (graphique A).

Le 29 mai, le ministère des Finances a annoncé qu'il triplait la taxe sur les transactions boursières, de 0,1 % à 0,3 %.

### Taux de change :

Le 19 mai dernier, la BPdC a décidé d'élargir les bandes de fluctuation du renminbi (RMB) vis-à-vis du dollar américain, de 0,3 % à 0,5 %. Conséquemment, le taux de change journalier du RMB contre le dollar américain pourra fluctuer de  $\pm 0,5$  % autour de la parité centrale publiée le même jour par le China Foreign Exchange Trading System. Les règles administratives gouvernant les devises autres que le dollar américain, décidées en septembre 2005, sont demeurées les mêmes.

### Entreprises :

Le Conseil d'État a annoncé qu'il entreprenait un programme obligeant les sociétés d'État qui dégagent des profits à verser des dividendes au gouvernement. Le programme concernera (initialement) 158 sociétés. Les dividendes seront utilisés pour accroître le développement industriel global et les industries de pointe, ainsi que pour parfaire le système de sécurité publique (éducation et santé principalement).

### Commerce :

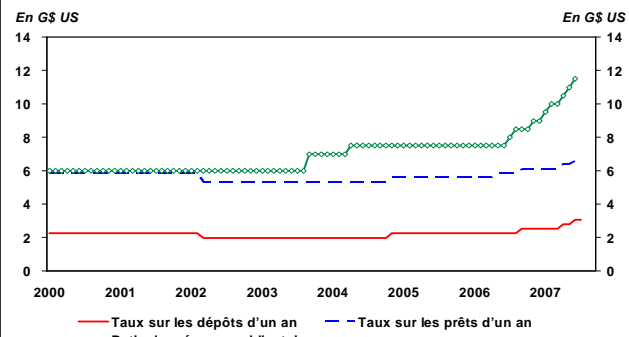
Afin de limiter l'accroissement du surplus commercial et d'alléger les pressions politiques internationales, le gou-

Graphique A – Hausse de taux d'intérêt de la BPdC en 2007

En %	17 mars 2007		18 mai 2007	
	Niveau	Variation	Niveau	Variation
<b>Taux de dépôt</b>				
3 mois	1,98	+ 0,18	2,07	+ 0,09
6 mois	2,43	+ 0,18	2,61	+ 0,18
1 an	2,79	+ 0,27	3,06	+ 0,27
2 ans	3,33	+ 0,27	3,69	+ 0,36
3 ans	3,96	+ 0,27	4,41	+ 0,45
5 ans	4,41	+ 0,27	4,95	+ 0,54
<b>Taux de prêt</b>				
6 mois	5,67	+ 0,09	5,85	+ 0,18
6 mois à 1 an	6,39	+ 0,27	6,57	+ 0,18
1 à 3 ans	6,57	+ 0,27	6,75	+ 0,18
3 à 5 ans	6,75	+ 0,27	6,93	+ 0,18
5 ans et +	7,11	+ 0,27	7,20	+ 0,09

Sources : Banque populaire de Chine et Desjardins, Études économiques

Graphique B – La politique monétaire a été resserrée davantage en 2007



Sources : Datastream, Statistiques Canada et Desjardins, Études économiques

vernement chinois a modifié à trois reprises les règles commerciales régissant certains biens depuis le début de l'année. Le 28 mars 2007, le gouvernement a allégé les règles pour 338 produits d'importation.

En avril (effectif 1<sup>er</sup> juin), le gouvernement a imposé ou levé des tarifs sur 142 catégories de biens, incluant l'acier et les métaux non ferreux.

Le 19 juin (effectif 1<sup>er</sup> juillet), le ministère des Finances a décidé d'abolir ou, dans certains cas, de diminuer les rabais sur les taxes à l'exportation de plus de 2 800 produits, soit 37 % de tous les biens exportés de la Chine. Les rabais sur la taxe à l'exportation de 553 produits à haute intensité en ressources et en énergie tels que les fertilisants, le ciment et les métaux non ferreux seront abolis. Les rabais (allant présentement de 8 à 17 %) sur la taxe à l'exportation de 2 268 produits susceptibles de provoquer des frictions internationales seront réduits à un niveau se situant entre 5 et 11 %.

\* Au cours des derniers trimestres, le rythme d'augmentation des taux d'intérêt sur les prêts a généralement été plus rapide que celui sur les dépôts afin de stimuler les ménages à la désépargne. Toutefois, l'effet escompté ne s'est pas manifesté : la consommation ne s'est pas accélérée comme prévu et les ménages ont plutôt alimenté l'effervescence du marché boursier.

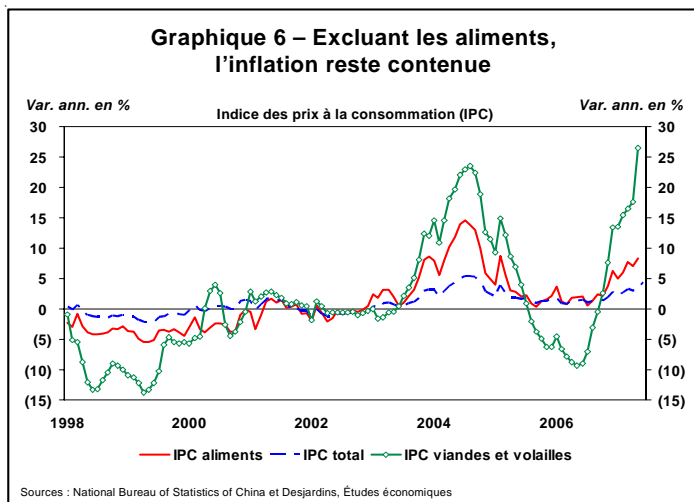
D'un autre côté, la nouvelle mesure administrative visant à imposer aux sociétés d'État de verser des dividendes pourrait tiédir les investissements<sup>5</sup>, mais les profits des entreprises restent élevés, ce qui devrait limiter tout mouvement correctionnel. Par conséquent, il faut s'attendre à ce que d'autres mesures gouvernementales soient entreprises prochainement.

Toutefois, tout n'est pas qu'investissement. Selon le National Bureau of Statistics, les efforts du gouvernement pour stimuler la consommation semblent porter fruit. Les ventes au détail ont augmenté de 15,4 %, à rythme annuel, en première moitié de 2007, soit la plus forte progression des ventes depuis 1997. Or, avec le revenu disponible des ménages en hausse, il est probable que les dépenses de consommation soutiendront encore la croissance économique au cours des prochains trimestres.

### L'inflation n'est pas une menace pour le moment

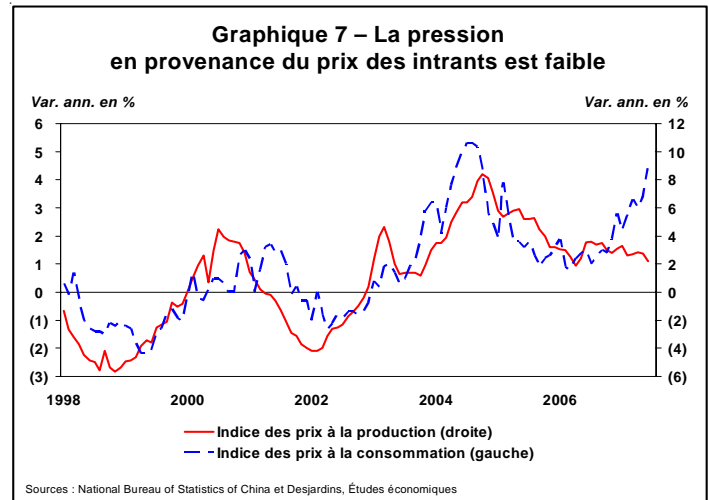
Autre signe de surchauffe à surveiller : l'inflation. La Chine a été une importante source de déflation au cours des dernières années en exportant des biens manufacturés à moindres coûts. Toutefois, avec les salaires et les prix des matières premières à la hausse, et avec l'appréciation du yuan vis-à-vis le dollar américain, plusieurs commencent à craindre que l'élastique ait été étiré au maximum. Pour le moment, toutefois, nous sommes d'avis que l'inflation n'est pas réellement une menace.

Certes, l'inflation s'est nettement accélérée depuis le début de 2006 pour atteindre 4,4 % en juin, son plus haut niveau en près de trois ans. Toutefois, la poussée inflationniste reflète essentiellement la montée des prix des aliments et, surtout, l'augmentation des prix de la viande et de la volaille (graphique 6). En raison de la hausse des prix du grain (la popularité grandissante de la production d'éthanol a gonflé les prix du maïs destiné à la consommation), les prix du porc semblent particulièrement affectés. Cela dit, si l'on exclut les aliments, l'inflation reste très faible, à 1,0 % en juin, ce qui suggère que les pressions inflationnistes sont contenues.

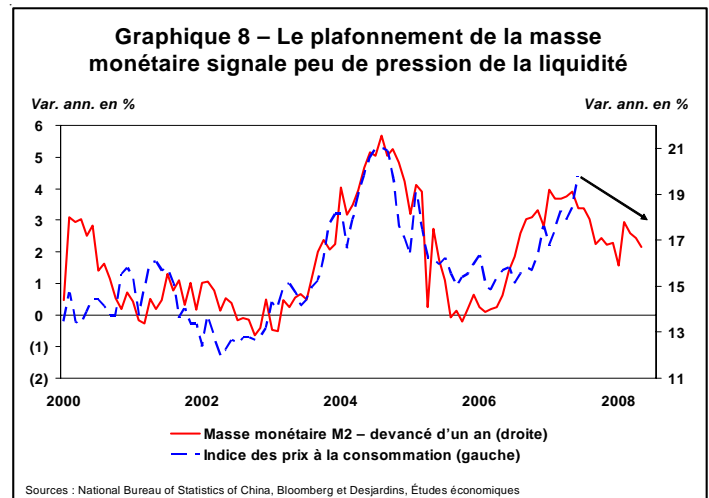


<sup>5</sup> Les sociétés d'État représentaient 43,3 % de l'investissement total en mai 2007.

De plus, reflet de la progression moins rapide des prix des matières premières depuis la fin de 2006, les pressions émanant des entreprises s'apaisent. La variation annuelle de l'indice des prix à la production a déceléré à 2,2 % en juin, soit une hausse nettement plus faible que le sommet de 8,4 % atteint en 2004 (graphique 7). Les hausses salariales restent à surveiller, mais le surinvestissement des dernières années suggère que les entreprises ne pourront pas refiler la note aux consommateurs.



Par ailleurs, la croissance de la masse monétaire a plafonné en raison d'une contraction du crédit depuis environ un an, ce qui porte à croire que les risques inflationnistes en provenance de l'accroissement de la liquidité sont limités (graphique 8). Cependant, nous continuons à penser que l'accumulation marquée de réserves de devises étrangères constitue un risque important. La politique de stérilisation<sup>6</sup> du gouvernement, qui

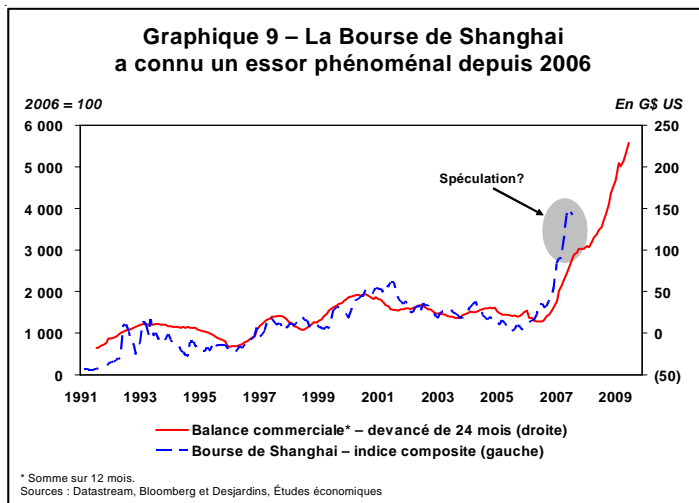


<sup>6</sup> À la fin de mai, le ministère des Finances a autorisé une émission obligataire spéciale de 1,55 billion de yuans en échange de 200 G\$ US des réserves de devises étrangères de la Banque populaire de Chine. Pour plus de détails sur la mécanique de la stérilisation, voir le *Point de vue économique* « La monnaie chinoise doit-elle être réévaluée? », 19 mai 2005.

consiste à éponger les yuans mis en circulation par une émission obligataire équivalente, a permis de contrôler en partie les pressions exercées sur la masse monétaire et la liquidité. Mais au rythme où la Chine accumule les devises, la masse monétaire est difficilement contrôlable à plus long terme<sup>7</sup>.

**La correction boursière pourrait être plus sévère**

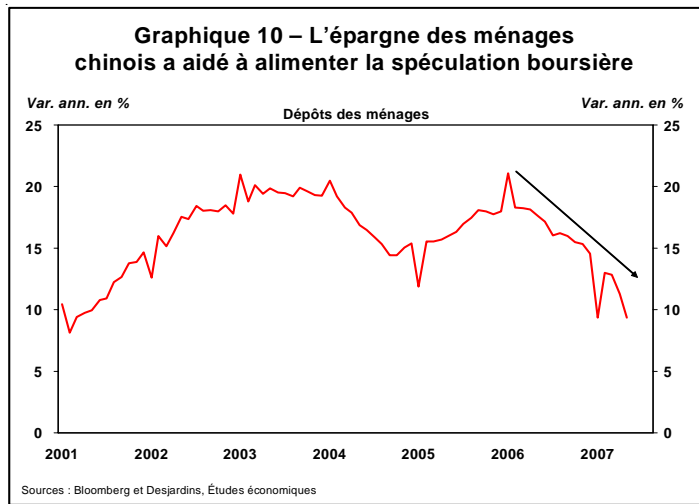
En parallèle, plusieurs classes d'actifs connaissent une appréciation déconcertante. En particulier, les bénéfices d'un yuan faible sur le secteur d'exportation se sont traduits par une augmentation des cours boursiers, mais ces derniers prennent de plus en plus des allures de bulle spéculative. Alimentée par l'ouverture de près de 300 000 nouveaux comptes par jour depuis quelques mois, la Bourse continue de défier la gravité en dépit d'un ratio cours/bénéfices à près de 45. L'indice de Shanghai a augmenté de 45 % depuis le début de l'année et a presque quadruplé depuis deux ans (graphique 9). Récemment, les efforts du gouvernement, qui a triplé la taxe sur les transactions boursières et qui veut obliger les sociétés d'État à verser des dividendes, semblent avoir ralenti l'ardeur des spéculateurs, mais une correction plus sévère est envisageable, ce qui vient amplifier les craintes d'un affaissement de l'économie chinoise.



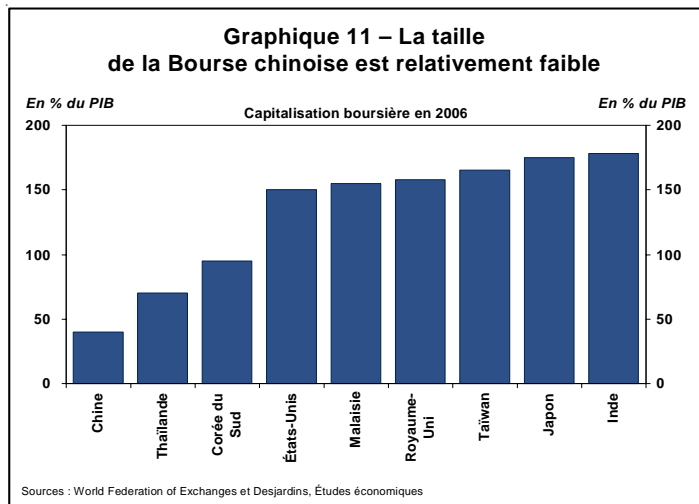
À notre avis, bien que la spéculation boursière soit préoccupante, il n'y a pas lieu de croire qu'une correction majeure aurait des répercussions importantes pour l'économie chinoise et encore moins pour l'économie mondiale. D'abord, il n'y a aucun lien historique entre la croissance économique de la Chine et l'évolution de sa Bourse. Cela s'explique en partie par la faible participation des ménages à la Bourse. Certes, les 100 millions de comptes au détail recensés à la fin de mai paraissent astronomiques, mais cela représente moins de 8 % de la population totale, pour moins de 15 % de l'actif total des ménages chinois. Par conséquent, une correction majeure de la Bourse n'affecterait qu'une infime partie de la population. La situation des banques n'est pas à craindre non plus, les

<sup>7</sup> La contribution des réserves à l'accroissement de la masse monétaire est passée de moins de 1 % en 2000 à une moyenne de près de 9 % depuis 2005.

placements des ménages étant la plupart du temps financés à même leur épargne (graphique 10), tout comme la santé générale des entreprises, qui ne dépendent pas ardemment du marché des actions pour lever des fonds<sup>8</sup>.



Puis, il faut mettre les choses en perspective. Comparativement aux grandes Bourses de la planète, la capitalisation boursière de la Chine est relativement faible, alors que peu d'entreprises privées chinoises sont cotées. La taille des Bourses de Shanghai et de Shenzhen additionnées représente environ 40 % du PIB de la Chine (moins de 20 % si l'on tient compte qu'une grande partie des actions, non flottantes, sont détenues par le gouvernement), soit beaucoup moins que la capitalisation boursière des États-Unis, du Royaume-Uni ou du Japon, toutes à plus de 150 % du PIB (graphique 11). Certes, la globalisation des marchés fait qu'une chute abrupte de la Bourse chinoise pourrait affecter les perceptions des investisseurs. Toutefois, l'accès limité des étrangers à la Bourse chinoise suggère que les investisseurs internationaux seront somme toute largement immunisés.



<sup>8</sup> Environ 60 % des fonds des entreprises sont levés à l'interne.

## D'autres mesures administratives devront être adoptées

[...] *In the first half of 2007, the central government adopted a series of macro-control policies aiming at the outstanding contradictions and problems existing in economic performance, resulting in a steady and fast economic growth, featured as: rapid economic growth, improved efficiency, harmonized structure and more substantial benefits to the masses. [...]*

National Bureau of Statistics of China  
Li Xiaochao, spokesman  
19 juillet 2007

Bien que les risques de surchauffe soient de plus en plus manifestes, nous demeurons confiants que le gouvernement chinois sera en mesure d'orchestrer un ralentissement en douceur de son économie. Toutefois, d'autres mesures administratives devront être mises de l'avant afin de « rééquilibrer » la croissance économique, de l'investissement vers la consommation.

Avec l'inflation au-dessus du seuil de confort maximal de 3 %, il est probable que les taux d'intérêt seront remontés progressivement d'ici la fin de l'année. Mais la problématique des flux monétaires non répertoriés à la balance des paiements, communément appelés *hot money*, rend la politique monétaire peu efficace, et les hausses devront être accompagnées d'autres mesures gouvernementales. L'augmentation des ratios des réserves obligatoires des banques a permis de contrôler en partie l'accroissement du crédit et, par conséquent, nous nous attendons à ce que les mesures soient maintenues, voire amplifiées prochainement.

À 0,3 %, nous pensons que la taxe sur les transactions boursières aura peu d'incidences sur les cours boursiers à long terme, mais elle aidera à ramener une certaine rationalité sur les marchés à court terme. Il serait toutefois surprenant que le gouvernement rehausse la taxe davantage, les niveaux de taxation trop élevés sur les achats<sup>9</sup> ayant provoqué maints marchés baissiers depuis 1990.

À notre avis, la mesure visant à obliger les sociétés d'État à verser des dividendes au gouvernement est la plus prometteuse. D'abord, sans recours au système financier<sup>10</sup>, l'affectation du capital est inefficace et conduit, dans bien des cas, à des

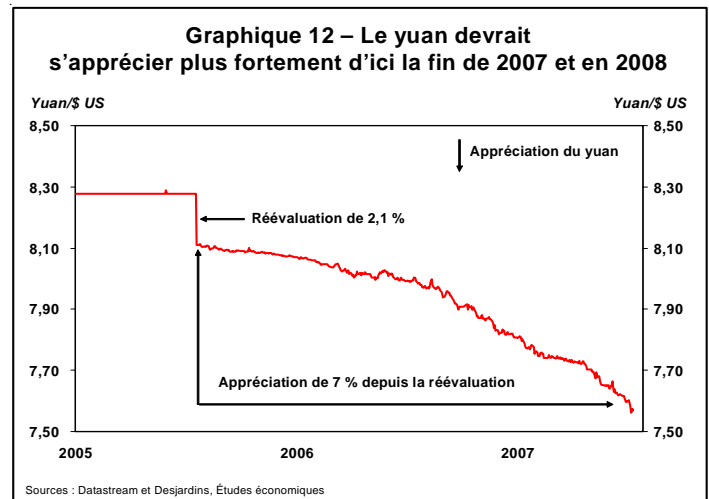
<sup>9</sup> En novembre 1990, la Chine a imposé une taxe sur les achats boursiers sur le marché de Shenzhen. À 0,6 %, la taxe a provoqué une baisse des cours, poussant le gouvernement à couper la taxe de moitié, à 0,3 %, en octobre 1991. En mai 1997, la taxe a été remontée à 0,5 %, mais la faiblesse des marchés boursiers a obligé le gouvernement à se raviser à nouveau et à abaisser progressivement la taxe sur les transactions, d'abord à 0,4 % en juin 1998, puis à 0,3 % un an plus tard et à 0,2 % en 2001.

<sup>10</sup> L'investissement est financé à même les profits des entreprises.

problèmes de surinvestissement. Puis, les dividendes versés seront bénéfiques au public et permettront au gouvernement de contrer en partie la grogne sociale. La quasi-inexistence de filet social explique en grande partie le niveau élevé de l'épargne des Chinois. Or, les coffres regarnis de l'État permettront une augmentation des dépenses en éducation et en santé, ce qui pourrait rassurer les ménages et les inciter à la dépense.

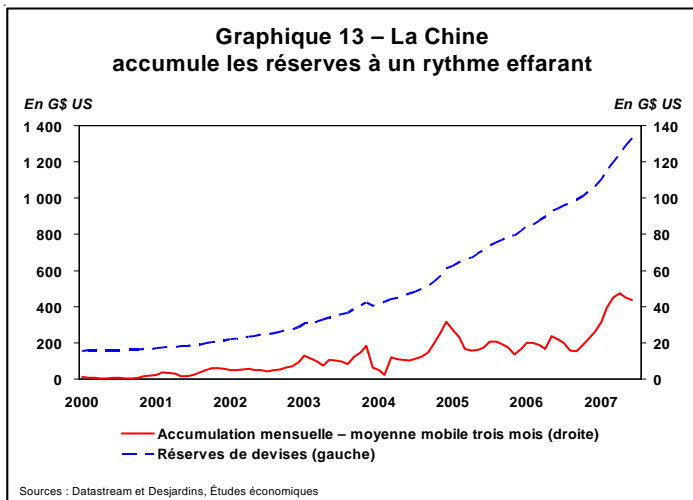
## Le plus simple serait de laisser flotter le yuan

Toutefois, toute la problématique du surinvestissement, de l'inflation et de la spéculation boursière et immobilière est liée à l'entrée des capitaux et à l'accroissement de la liquidité, et, par conséquent, une réévaluation plus musclée du yuan nous paraît nécessaire (graphique 12). Certes, la taxe à l'exportation, la troisième depuis le début de l'année, devrait aider à apaiser les pressions politiques internationales. Mais il est probable que le gouvernement accélérera les réformes afin de permettre au yuan de refléter les variables fondamentales du marché. Le problème est que le taux de change administré de la Chine rend la politique monétaire inefficace. Plus les taux d'intérêt seront élevés, plus la Chine attirera des capitaux et plus elle devra accumuler de réserves. Cela ne fera qu'accroître la pression sur la masse monétaire et, finalement, contreviendra à l'objectif initial de stabilité des prix.



## Conclusion

Les signes de surchauffe se manifestent sur plusieurs fronts. La faiblesse du yuan n'est certes pas étrangère au surinvestissement dans plusieurs secteurs d'exportation. Les entrées massives de réserves continuent d'exercer des pressions sur la liquidité et constituent un danger réel pour la stabilité de l'inflation (graphique 13 à la page suivante). Pour le moment, toutefois, l'inflation des prix à la consommation reflète essentiellement l'accroissement du prix des aliments et la situation globale reste saine. Par ailleurs, le gouvernement semble plus que jamais en mesure d'orchestrer un atterrissage en douceur. Les mesures administratives ont été multipliées depuis le début de l'année et la Chine devrait en récolter les fruits à partir de la deuxième moitié de 2007 et l'an prochain.



Il n'est certainement pas évident pour le gouvernement chinois de maintenir un certain équilibre entre le développement économique sans précédent dans les centres urbains et la hausse des tensions sociales dans les campagnes. Malgré l'ampleur colossale de la tâche, la Chine a su limiter les incidents de parcours jusqu'à maintenant. Cependant, il y a encore beaucoup de travail à faire et, par conséquent, la Chine continuera d'être un casse-tête pour le reste du monde pendant encore un bon bout de temps.

[...] *The system and structural problems existed in economic performance are still outstanding, in particular, the unbalance balance of payments, the high price rise for food and the high pressure on energy consumption and pollutant emission reduction. In the future, we will adhere to the scientific approach to development to guide the economic and social development. We will further enhance and improve the macro-control, and put into practice various policies set by the central government. Efforts will also be made to adjust the structure, change the pattern of economic growth, deepen reform which will lead to the realization of a sound and rapid growth of the national economy. [...]*

National Bureau of Statistics of China  
 Li Xiaochao, spokesman  
 19 juillet 2007

**Martin Lefebvre**  
 Économiste  
 514-281-2317  
 martin.lefebvre@desjardins.com