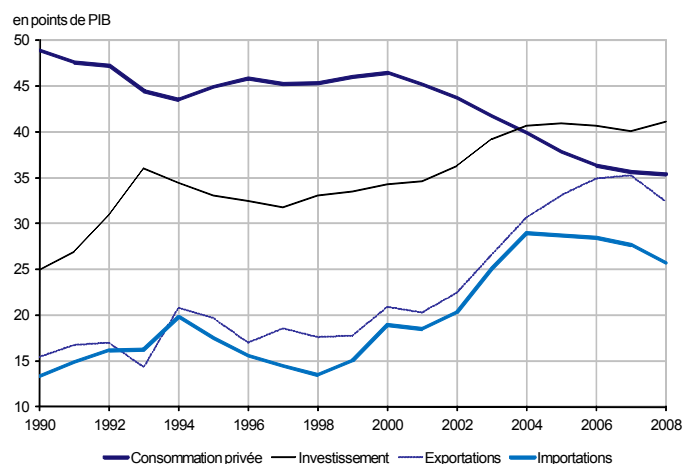


Le rééquilibrage de la croissance chinoise : enjeux et perspectives

- Un rééquilibrage graduel de la croissance chinoise au profit de la consommation privée favoriserait la stabilité de l'économie mondiale : il se traduirait par une baisse de l'excédent courant chinois et contribuerait ainsi à la résorption des déséquilibres mondiaux.
- La stabilisation de la population active chinoise d'ici 2015 et l'épuisement d'une grande partie du réservoir de migrants dans les campagnes (en majorité des hommes de la classe d'âge 18-30 ans), parce qu'ils devraient entraîner des pénuries de main d'œuvre, pourraient pousser à la hausse les salaires et contribuer à moyen terme à une partie de ce rééquilibrage de la croissance.
- Le plan de relance annoncé en novembre 2008 est essentiellement centré sur les infrastructures et le plan de couverture santé « universelle » constitue un pas dans la bonne direction, mais il comprend une part importante d'investissement (construction d'hôpitaux).
- Les réformes structurelles nécessaires au rééquilibrage sont relativement bien identifiées ; elles consisteraient notamment dans : (i) l'amélioration de la redistribution des profits des entreprises et l'ajustement progressif du taux de change, de façon à accroître le pouvoir d'achat du consommateur chinois ; (ii) l'amélioration des politiques sociales, afin de faire baisser l'épargne de précaution ; (iii) et enfin le développement et la libéralisation des marchés financiers, afin d'en assurer l'accès aux ménages et aux PME.

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi.

Évolution de la part des composantes du PIB chinois



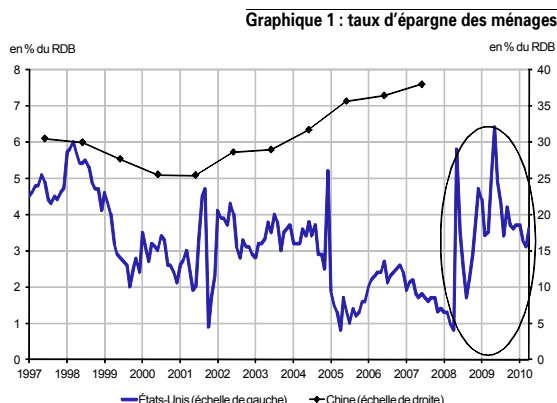
Source : calculs DG Trésor

1. Un rééquilibrage de la croissance mondiale est nécessaire. Il doit notamment passer par une consommation des ménages chinois plus dynamique

Les insuffisances de la régulation financière sont une cause essentielle de la crise dont l'économie mondiale commence progressivement à sortir ; mais cette crise n'aurait pas eu lieu ou n'aurait pas été si grave en l'absence des déséquilibres macroéconomiques majeurs qui ont caractérisé le début du siècle. **Ces déséquilibres trouvent entre autres leur origine dans deux phénomènes complémentaires :**

- Un **excès de consommation aux États-Unis**, créé par la politique monétaire accommodante de la Fed, mais également par le rôle du dollar comme monnaie de réserve, donnant aux États-Unis le privilège de s'endetter sans que cela n'affecte significativement le cours de leur monnaie ;
- Un **excès d'épargne en Chine**, engendrant la formation d'excédents courants. Les excédents courants ont ainsi permis l'accumulation de plus de 2.000 Mds\$ de réserves, lesquelles ont servi notamment à financer le déficit budgétaire des États-Unis via leur investissement en bons du Trésor américains.

Ces déséquilibres ont nourri l'abondance de liquidités au niveau mondial, en favorisant notamment la baisse des taux d'intérêt et le recours au crédit aux États-Unis et ont conduit au gonflement de la bulle immobilière américaine, dont l'éclatement a été un des éléments déclencheurs de la crise. Pour éviter de recréer des conditions macroéconomiques propices à l'éclatement de nouvelles crises, la résorption de ces déséquilibres mondiaux est par conséquent nécessaire. Elle doit passer notamment par une hausse de l'épargne américaine et par le développement de la demande intérieure chinoise.

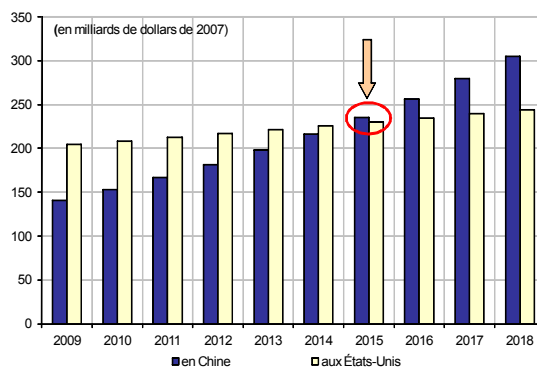


Du côté des États-Unis, une partie de l'ajustement a déjà eu lieu : avec l'éclatement de la crise financière, le modèle de croissance tiré par le consommateur américain, c'est-à-dire *in fine* par le crédit, a été profondément remis en question et le processus de désendettement des ménages américains à l'œuvre actuellement se traduit par une remontée de leur taux d'épargne (cf. graphique 1).

Pour que cet ajustement ne se traduise pas par un ralentissement durable de l'économie mondiale, il est nécessaire de trouver d'autres moteurs de la croissance mondiale à court-moyen terme : un de ces moteurs pourrait être la consommation des pays émergents, notamment chinoise.

Compte tenu de la forte croissance de l'économie chinoise, il semble de toute façon probable qu'au cours des prochaines années la consommation privée chinoise contribuera plus à la croissance de l'économie mondiale que la consommation américaine (cf. graphique 2). En ce sens, un rééquilibrage de la consommation mondiale est progressivement à l'œuvre. Mais pour que l'effet de la baisse durable de la part de la consommation dans le PIB américain n'affecte pas durablement l'activité mondiale, il est nécessaire que la part de la consommation privée chinoise dans le PIB chinois augmente, c'est-à-dire que le modèle de croissance chinois se recentre sur la consommation.

Graphique 2 : progression annuelle de la consommation des ménages



Source : Prasad 2009¹, China US Business Council, BEA, calculs DG Trésor. Lecture : La progression annuelle de la consommation des ménages chinois pourrait dépasser celle des ménages américains vers 2015 (la part de la consommation privée est supposée constante dans le PIB, et le PIB est supposé croître au rythme annuel de 2 % aux États-Unis et de 9 % en Chine).

2. Indépendamment de la demande mondiale, la croissance chinoise ne pourra pas rester dynamique à moyen terme sans un certain recentrage vers la consommation des ménages

Au fil des années, la croissance chinoise a reposé de plus en plus sur l'investissement et les exportations. Au cours des années 2000, l'investissement et les échanges extérieurs nets ont expliqué respectivement 48 % et 24 % de la croissance chinoise en volume, contre 35 % et 7 % dans les années 1990. Un rééquilibrage de la croissance chinoise au profit de la consommation privée est nécessaire pour l'économie chinoise elle-même.

2.1 La croissance chinoise ne peut plus reposer autant sur les exportations

Durant la dernière décennie, la croissance chinoise a été tirée très largement par le secteur exportateur. Ainsi entre 2002 et 2007, les échanges extérieurs nets ont contribué à hauteur de +3,0 points par an en moyenne à la croissance (celle-ci étant de 10,7 % par an, en moyenne, sur la période). En 2007, les exportations représentaient 35 % du PIB, un ratio particulièrement élevé pour un pays de la taille de la Chine². **Ainsi un document de travail récent³ du FMI montre que maintenir une croissance reposant autant sur les exportations serait coûteux pour la Chine** (et ce d'autant plus

(1) « Rebalancing Growth in Asia », NBER Working Paper 15169.

(2) A comparer à 12 % pour les États-Unis, 18 % pour le Japon (chiffres 2007).

(3) Is China's Export-Oriented Growth Sustainable? Kai Guo et Papa N'Diaye, IMF Working Paper, 2009, n. 172.

que la demande mondiale pourrait rester durablement déprimée) :

- **Pour maintenir une croissance reposant autant sur les exportations, la Chine devrait accroître fortement ses parts de marché** ; ceci ne pourrait se faire qu'en acceptant de fortes baisses des prix des exportations. Ces baisses de prix pourraient en théorie reposer sur des hausses de productivité, des baisses de profits et/ou des subventions aux exportations plus élevées, mais chacune de ces stratégies s'avère difficile :
 - La productivité et le rendement marginal de l'investissement ont ralenti ces dernières années ;
 - Les marges opérationnelles des entreprises exportatrices chinoises ont été affectées par la crise et risquent de l'être davantage par les tensions sur le marché du travail. Il sera donc difficile pour ces entreprises de comprimer davantage leur marge pour gagner en compétitivité, d'autant plus que chacun anticipe une appréciation du yuan dans les mois à venir.
 - Des subventions, en induisant des distorsions de prix supplémentaires, seraient à même d'alimenter encore plus le surinvestissement déjà observé dans le secteur manufacturier, d'augmenter les créances douteuses, d'accroître les tensions commerciales (protectionnisme) et *in fine* de peser sur la croissance.
 - La compétitivité du secteur exportateur chinois repose également sur l'utilisation intensive d'une main d'œuvre bon marché, grâce à un excès d'offre de travail dans les régions rurales. Or, depuis 2009, un tarissement des flux de migration interne est perceptible en raison de l'insuffisance des salaires perçus dans les régions industrielles côtières. Ce phénomène, qui provoque déjà des pénuries de main d'œuvre dans ces régions, entraînera deux types d'ajustement défavorables à la compétitivité de la Chine : (i) une augmentation des salaires dans les régions côtières, et (ii) une délocalisation des industries exportatrices vers l'intérieur des terres ou à l'étranger.
- Les autres stratégies envisageables pour contribuer à accroître les parts de marché chinoises ne permettraient probablement pas non plus à la Chine de conserver son modèle de croissance : une montée en gamme, de nouvelles industries, un changement de la composition des exportations, un accroissement de la part de la valeur ajoutée des exportations fabriquées en Chine, ou une accélération de la mondialisation ne suffiraient probablement pas à accroître suffisamment les parts de marché de la Chine. L'analyse de la croissance passée de la Corée et du Japon, dont les modèles économiques reposaient également sur les exportations suggère en effet que ces mesures ne sont pas à même d'amener autant de gains de parts de marché que ce dont la Chine aurait besoin.
- Enfin la Chine pourrait théoriquement accroître ses parts de marchés en dépréciant son taux de change nominal effectif, mais cela accentuerait l'ensemble des déséquilibres internes à la Chine, et poserait des problèmes politiques aigus vis-à-vis des partenaires commerciaux.

2.2 Le niveau d'investissement chinois est très élevé. Une partie de cet investissement pourrait être inefficace

Les déséquilibres de l'économie chinoise ne sont pas seulement externes (exportations vs demande intérieure) ; ils sont également, et peut-être davantage, internes (investissement vs consommation). En effet l'investissement représente une large part du PIB, et cette part est croissante au cours des dernières années (44 % actuellement, soit un ratio parmi les plus élevés au monde, contre 35 % en 1990), témoignant de déséquilibres internes qui se creusent. Ainsi le montant des dépenses de capital pourrait, pour la première fois en 2009, dépasser celles des États-Unis (alors que la consommation privée chinoise ne représente qu'un sixième de la consommation américaine).

2.2.1 L'investissement chinois pourrait être légèrement excessif⁴

Un taux d'investissement aussi élevé pour une économie émergente n'est pas sans précédent. Singapour dans les années 1980, puis la Corée dans les années 1990, ont connu des ratios d'investissement comparables⁵. Dans une phase de transition comme celle qu'a connue la Chine, le taux de dépréciation du capital peut être relativement élevé, et dans ce cas, il est logique que le taux d'investissement soit élevé également ; la particularité chinoise tient plutôt au fait que la période d'investissement élevé soit beaucoup plus longue que celles connues antérieurement par les autres émergents d'Asie.

Un premier critère pour juger du caractère excessif du niveau de l'investissement est la rentabilité du capital : un excès d'investissement doit en effet se traduire naturellement par une rentabilité du capital plus faible que sa moyenne sur longue période. Or l'OCDE⁶ montre que le taux de rendement du capital en Chine a considérablement progressé entre 1998 et 2003, et qu'il a ensuite stagné autour de 12 % pour les entreprises privées (hors immobilier).

Toutefois une baisse de la productivité du capital n'est synonyme d'excès d'investissement que si elle s'accompagne d'une baisse parallèle significative du taux de croissance de la productivité globale des facteurs (PGF). En effet, l'examen de la seule productivité du capital est insuffisant : certes, à court terme, une baisse de la productivité du capital est un indice d'excès d'investissement, mais à plus long terme, une telle baisse peut en fait donner lieu à plusieurs interprétations, dont deux extrêmes : soit il s'agit de substitution capital/travail, soit il s'agit d'accumulation excessive de capital inutilisé, ce qu'un ralentissement de la PGF repère (cf. encadré 1⁷).

Du fait notamment des incertitudes sur les statistiques chinoises et de la diversité des méthodes visant à corriger ces imprécisions, la littérature ne semble pas unanime, mais la majorité des estimations disponibles suggère l'existence d'un faible ralentissement de la productivité globale des facteurs en Chine sur la période récente⁸. **Les données ne sont donc pas incohérentes avec l'existence d'un léger excès d'investissement global.**

(4) Cf. Delozier-Hochraich, L'investissement en Chine est-il excessif ?, *DPAE n. 108, mai 2006*.

(5) Le fait que la Corée ait été durement touchée par la crise asiatique de 1997-98 suggère néanmoins que l'investissement avait été excessif dans ce cas précis.

(6) Cf. China Economic Survey, 2005 et China Economic Survey 2009.

(7) Cf. *DPAE n. 108, ibid.*

Encadré 1 : liens entre évolution de la productivité du capital et de la productivité globale des facteurs (PGF)

À long terme, sur un « sentier de croissance équilibrée », le ratio capital/PIB (K/Y) est constant et le capital croît donc comme le PIB. A court/moyen terme, une substitution de capital au travail peut conduire à une croissance de K plus forte que celle de Y . Mais cette substitution n'affectera pas la PGF si le capital substitué est utilisé entièrement et efficacement.

En effet, si la fonction de production s'écrit $Y = A \cdot K^\alpha \cdot L^{1-\alpha}$ où L désigne le travail, A le progrès technique et α la part de la rémunération du capital dans la valeur ajoutée, alors le taux de croissance de la productivité du capital s'écrit

$$\Delta(Y/K) = -(1-\alpha) \cdot [\Delta(K/L) - \Delta A / (1-\alpha)]$$

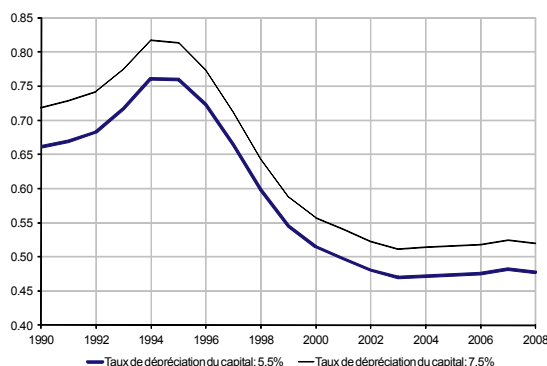
où Δ désigne la dérivée logarithmique. ΔA étant le taux de croissance de la productivité globale des facteurs. Sur un sentier de croissance équilibrée, le capital croît comme l'activité, donc $\Delta(Y/K) = 0$ et $\Delta(K/L) = \Delta A / (1-\alpha)$. Par conséquent $[\Delta(K/L) - \Delta A / (1-\alpha)]$, qui représente les variations du rapport capital/travail non expliquées par le progrès technique mesure l'effet de substitution du capital au travail ; une telle substitution peut donc expliquer une baisse de la productivité du capital, sans que le taux de croissance de la PGF (ΔA) ne soit significativement affecté.

Toutefois une baisse de la productivité du capital peut aussi provenir d'une accumulation de capital non utilisé dans l'économie ; dans ce cas, la productivité du travail n'est pas affectée, tandis que la productivité globale des facteurs se trouve diminuée. En effet on a alors $Y = A^* \cdot K^* \alpha \cdot L^{1-\alpha}$ où K^* est le capital réellement utilisé, tandis que le capital mesuré est $K > K^*$. La PGF obtenue est alors $\Delta A^* = \Delta Y + (1-\alpha)\Delta L - \alpha\Delta K^*$ qui est supérieure à la PGF qui serait calculée avec le capital excessif inutilisé $\Delta A = \Delta Y - (1-\alpha)\Delta L - \alpha\Delta K$, le biais sur la PGF dépendant de la quantité de capital non utilisé : $\Delta A - \Delta A^* = \alpha(\Delta K^* - \Delta K)$.

En résumé, une baisse de la productivité du capital accompagnée d'une baisse du taux de croissance de la PGF traduit une accumulation de capital non utilisé, tandis qu'une baisse de la productivité du capital à taux de croissance de la PGF inchangé est probablement le signe d'une simple substitution capital-travail.

Ce raisonnement repose sur l'hypothèse que la fonction de production de l'économie chinoise est restée inchangée au cours de la période. Dans le cas où la fonction de production est modifiée (modification de la part ? de la rémunération du capital dans la valeur ajoutée par exemple) les calculs de PGF sont en effet biaisés.

Graphique 3 : Chine - productivité du capital



2.2.2 En tout état de cause, il apparaît que l'investissement des entreprises d'État est excessif

Le caractère excessif de l'investissement des entreprises d'État est visible à travers plusieurs indicateurs. Si l'on exclut les 100 plus grandes entreprises d'État, qui sont pour l'essentiel dans le secteur de l'industrie d'extraction ou dans des secteurs dans lesquels la concurrence privée est impossible, la rentabilité des entreprises d'État est particulièrement faible. C'est aussi pour ces entreprises que la PGF progresse le moins⁹ et qu'elle est la plus dispersée¹⁰. Ces éléments reflètent des distorsions importantes dans l'allocation du capital, certaines entreprises d'État se voyant allouer du capital en quantité trop importante. Selon Dollar et Wei¹¹, ces distorsions dans l'allocation du capital aux entreprises d'État ont un effet largement négatif sur le PIB : d'après leurs simulations, si le capital était affecté plus efficacement, l'investissement total pourrait baisser de 5 points de PIB sans que cela n'affecte la croissance chinoise.

2.2.3 L'allocation de l'investissement chinois se traduit par certains excès de capacités et favorise la hausse des créances douteuses

Ainsi le problème de l'investissement chinois réside avant tout dans sa répartition, avec un déséquilibre entre l'investissement excessif dans des secteurs déjà en surproduction et un investissement insuffisant dans d'autres (secteur tertiaire en particulier). L'existence d'excès de capacités a été reconnue par les autorités fin septembre 2009 ; elles ont alors été conduites à interdire les prêts bancaires ainsi que le financement par émissions d'obligations ou d'actions pour les entreprises de six secteurs particulièrement touchés : acier, ciment, éolien, chimie du charbon, verre plat, silicone.

La faible rentabilité de certains investissements chinois est susceptible de se traduire par une augmentation de la part des créances douteuses. Compte tenu de l'envolée du crédit en 2009 (+122 % de nouveaux prêts, à 9 590 Mds RMB), la hausse des créances douteuses semble inévitable à moyen terme. Si la part des prêts non performants était officiellement de 1,8 % en juin 2009, elle serait en fait très supérieure, proche de 5 à 6 % selon Fitch. Ainsi la *China Banking Regulation Commission* a renforcé son contrôle sur les véhicules d'investissement des collectivités locales, au fonctionnement opaque, porteurs selon elle d'un fort risque de défaut de crédit ; elle a en outre accru pour les banques l'obligation de couverture des prêts non-performants (de 135 à 150 %).

Ces mesures permettent de diminuer les risques systémiques associés aux créances douteuses, mais il est clair que l'investissement ne peut être une source durable de croissance pour la Chine sans générer une augmentation des surcapacités et une hausse dangereuse de la part des créances douteuses. Par conséquent, pour être soutenable à long terme, **le rééquilibrage de la croissance chinoise devra reposer essentiellement sur une hausse de la part de la consommation privée dans l'activité.**

(8) Bosworth and Collins trouvent que la productivité a cru plus vite après 1994 qu'au cours de la période 1978-1993. Mais de nombreux autres articles suggèrent un ralentissement de la PGF : c'est le cas de He, Jianwu et Louis Kuijs ou de Zheng et al. ainsi que de Perkins qui trouvent un ralentissement de la PGF en 1995. Wu trouve un ralentissement de la PGF à partir de 2001. [cf. Bosworth and Collins (2007), Accounting for Growth, Comparing China and India, cf. He, Jianwu and Louis Kuijs (September 2007), Rebalancing China's economy - modeling a policy package, *World Bank China Research Paper No. 7*, Beijing, cf. Zheng J., A Bigsten and A. Hu (2009), Can China's growth be sustained? A productivity perspective, *World Development, Vol 37, n.4*, cf. Perkins, D and T. Rawski (2008), Forecasting China's Economic Growth to 2025, in L. Brandt and T. Rawski (eds), *China's Great Economic Transformation*, Cambridge University Press, et cf. Wu, Y (2008) The role of Productivity in China's Growth: new estimates, *Journal of Chinese Economic and Business Studies, Vol 6, n.2*].

(9) Cf. OCDE, *China Economic Survey 2009*.

(10) Cf. Hsieh, C.-T et P. Klenow (2009), Misallocation and Manufacturing TFP in China and India, *Quarterly Journal of Economics*, à paraître.

(11) Dollar, D et S. Wei (2007), Das (Wasted) Kapital : Firm Ownership and Investment Efficiency in China, *IMF Working Paper, WP/07/9*.

3. Recentrer la croissance chinoise vers la consommation des ménages nécessiterait des réformes structurelles bien identifiées

3.1 La faiblesse de la consommation chinoise provient d'une épargne excessive des ménages, mais surtout du manque de dynamisme de leurs revenus

La « faiblesse » de la consommation chinoise est une faiblesse relative : en effet cette dernière a cru de 8 % par an en moyenne au cours de la dernière décennie, soit beaucoup plus rapidement que dans la majorité des autres pays. Toutefois la part de la consommation privée dans le PIB a baissé, de 49 % en 1990 à 35 % en 2008¹². Cette baisse a plusieurs origines :

- La hausse du taux d'épargne des ménages : l'épargne des ménages serait passée de 21 % du PIB en 1998 à 24 % en 2008. Le haut niveau de l'épargne des ménages est dû en particulier à la nécessité d'une épargne de précaution destinée à couvrir les dépenses anticipées à carac-

tère social (santé, éducation et dans une moindre mesure retraites), compte tenu des montants importants en jeu et du faible développement du système financier chinois, limitant les possibilités d'emprunt des particuliers. La hausse du taux d'épargne des ménages sur la dernière décennie provient aussi en partie de la hausse des inégalités : les hauts-revenus, dont la part a augmenté, sont probablement ceux qui ont la plus forte propension à épargner. Pour certains économistes, la théorie du cycle de vie explique le fort taux d'épargne chinois par d'autres facteurs, que sont le profil démographique et la forte croissance du revenu des ménages (cf. encadré 2). Dans cette perspective, une politique volontariste du gouvernement en matière de réformes sociales ne suffira pas à ramener le taux d'épargne des ménages chinois au niveau de ceux des pays de l'OCDE ou des grands émergents.

Encadré 2 : dans la théorie du cycle de vie, le taux de croissance des revenus et la dynamique démographique expliquent le niveau élevé du taux d'épargne en Chine

Selon la théorie du cycle de vie, le taux d'épargne national S/Y ne dépend pas du revenu par habitant, mais de la croissance à long terme des revenus^a.

Ce résultat peut plus simplement être démontré si on suppose dans un premier temps l'absence de variations dans la structure démographique. Le modèle qui conduit à ce résultat part du postulat classique selon lequel les individus choisissent d'allouer de façon optimale les ressources dont ils bénéficient tout au long de leur vie entre consommation présente et future. Les évolutions des revenus dans le temps sont supposées être les mêmes pour toutes les générations, et les ratios épargne/revenu et richesse/revenu ne dépendent que de l'âge (et pas du temps, ni du niveau de revenu sur l'ensemble de la vie). Le revenu agrégé croît à un rythme g constant dans le temps.

On considère d'abord le cas où la croissance n'est due qu'à la croissance démographique à un taux g , avec un revenu par tête moyen constant. Avec le temps, le nombre d'individus dans chaque classe d'âge croît alors au rythme g . Pour chaque tranche d'âge, la consommation et le revenu croissent donc au taux g , de même que la consommation totale et le revenu total. Comme le ratio richesse/revenu ne dépend que de l'âge, la richesse croît aussi au taux g pour chaque tranche d'âge, de même que la richesse totale. Ainsi, quel que soit g , la richesse nationale est proportionnelle au revenu selon $W=wY$ où w est une constante indépendante du revenu (éventuellement dépendante de g). Puisque l'épargne est la croissance de la richesse, on peut alors déduire de cela :

$$S/Y = \Delta W/Y = w\Delta Y/Y = wg$$

Le taux d'épargne est ainsi indépendant du revenu. Il ne dépend que du taux de croissance du revenu. Pour permettre à la richesse de croître au même rythme que le revenu, le taux d'épargne doit être d'autant plus élevé que le taux de croissance du revenu est élevé. En particulier, si le revenu était stable, la richesse le serait aussi, et l'épargne serait nulle.

Des conclusions similaires peuvent être tirées dans le cas où la croissance provient de gains de productivité (hausse des revenus par tête). La relation entre épargne et croissance n'est que peu affectée par la source de la croissance. La valeur de w , à g donné, n'est pas très différente selon que g provient d'une croissance stable de la population, de gains de productivité, ou d'une combinaison des deux. La fonction d'épargne simplifiée du modèle de cycle de vie s'écrit :

$$S/Y = s'_0 + s'g + e$$

où s'_0 est proche de 0, s' significativement positif et e un terme d'erreur. Le taux d'épargne dépend donc positivement de la croissance.

Ces résultats restent valables quand on prend en compte l'évolution de la structure démographique. Modigliani montre que dans le cas de la Chine, le taux d'épargne dépend ainsi également positivement du ratio de la population en emploi à la population trop jeune ou trop âgée pour être en emploi. Ce ratio augmente fortement depuis le milieu des années 1970 du fait de la mise en place de la politique de l'enfant unique qui conduit à une baisse de la part des jeunes dans la population chinoise.

In fine, d'après la théorie du cycle de vie, si le taux d'épargne des ménages chinois est élevé aujourd'hui, c'est parce que la croissance chinoise est élevée et parce que la politique de l'enfant unique conduit la Chine à devoir épargner fortement pour préparer son vieillissement.

a. Ce résultat est notamment mis en évidence dans : « Life Cycle, Individual Thrift and the Wealth of Nations », in *The Collected Papers of Franco Modigliani*, MIT Press, 1989. Les résultats spécifiques à la Chine sont développés dans *The Chinese Saving Puzzle and the Life-Cycle Hypothesis*, Modigliani and Cao, *Journal of Economic Literature*, Vol XLII, mars 2004.

- Toutefois la principale cause de la baisse du ratio consommation privée / PIB au cours de la dernière décennie est que la part du revenu national attribuée aux ménages a chuté, alors que celle des profits a augmenté ; en d'autres termes, la hausse de l'épargne nationale chinoise a surtout été le fait des entreprises, plus que des ménages. Le relatif manque de dynamisme des revenus des ménages s'explique par (a) le fait que la croissance chinoise a été relativement peu créatrice d'emplois, se concentrant dans le secteur exportateur et l'industrie lourde, intenses en capital (la croissance des secteurs intensifs en capital a été encouragée par des taux

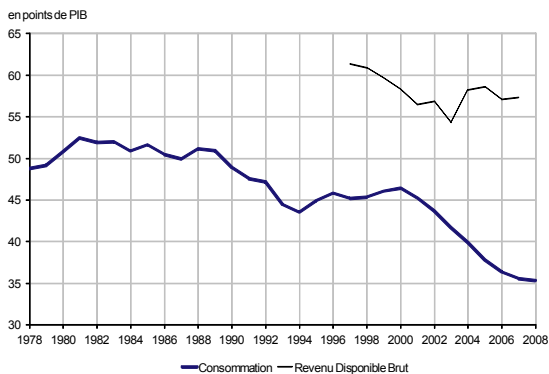
d'intérêt bas et par le change déprécié), et (b) le fait que la plupart des entreprises contrôlées par l'État ne paient pas de dividendes.

- Enfin, depuis 2005, la contribution des administrations publiques à la hausse de l'épargne nationale s'est considérablement accrue¹³, du fait des plus-values réalisées par les administrations locales sur les opérations foncières et immobilières (aux dépens des agriculteurs le plus souvent maigrement indemnisés) et de la hausse des prélèvements sociaux sur les ménages, ceux-ci n'étant pour l'instant pas entièrement redistribués.

(12) A comparer à 50-60 % dans la plupart des pays asiatiques, voire 70 % aux États-Unis.

(13) Selon les *Flow of Funds*, données pour 2007, publiées récemment (cf. *Bulletin Économique Chine* n°21 de janvier 2010 : http://www.ambafrance-cn.org/IMG/pdf/bulletin_economique_chine_no21_janvier_2010_.pdf).

Graphique 4 : consommation et revenus des ménages chinois

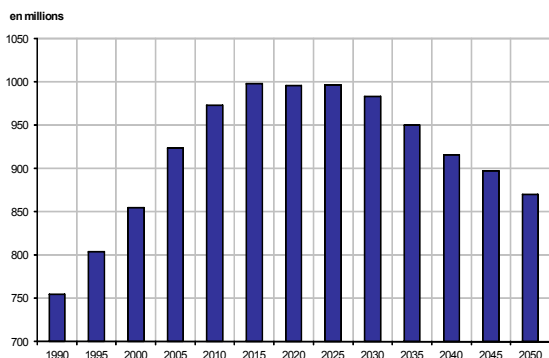


3.2 L'évolution de la population active et le ralentissement des migrations de travail pourraient contribuer au rééquilibrage du modèle chinois

Les évolutions démographiques à l'œuvre en Chine pourraient, à moyen terme, favoriser la consommation des ménages. En effet :

- La **politique de l'enfant unique**, mise en œuvre à partir de la fin des années 1970, entraînera une nette inflexion de l'évolution de la population active d'ici 2015 ; en outre, celle-ci devrait baisser sensiblement à partir de 2025 (cf. graphique 5).

Graphique 5 : Chine - population 15-64 ans



Source : UN Population Division (projections 2008 - scénario central)

- Le **réservoir de migrants dans les campagnes serait en grande partie épuisé**, selon une étude de l'Académie chinoise des Sciences Sociales¹⁴ ; les auteurs estiment ainsi qu'une « enquête menée dans 2749 villages de la Chine rurale indiquait que les trois quarts des villages ont épuisé leurs ressources humaines jeunes », les migrants étant en majorité des hommes de la tranche d'âge 18-30 ans. Par conséquent les migrations internes au marché du travail pourraient ralentir, au profit de migrations davantage tournées vers le regroupement familial.

La conjonction de ces deux phénomènes démographiques engendre déjà des pénuries de main d'œuvre, favorables à

une hausse des salaires et donc *in fine* à la consommation des ménages. Il est toutefois difficile de quantifier les effets à attendre des évolutions démographiques sur les revenus des ménages. En tout état de cause, la démographie ne pourra vraisemblablement à elle seule rééquilibrer la croissance chinoise : des mesures volontaristes sont nécessaires.

3.3 Le développement de la consommation des ménages chinois supposerait aussi la réalisation d'un certain nombre de réformes structurelles

Compte tenu des causes identifiées de la faiblesse (relative) structurelle de la consommation des ménages chinois, les réformes suivantes sont nécessaires au rééquilibrage de la croissance en faveur de la consommation :

1. **Améliorer les politiques sociales (santé, éducation, retraites)**¹⁵ afin de faire baisser l'épargne de précaution des ménages ; ceci suppose un effort important des autorités (compte tenu des montants en jeu) et une modification des comportements des ménages, qui ne pourra porter ses fruits qu'à moyen terme. Le gouvernement a doublé entre 2005 et 2008 les dépenses liées à la santé, à l'éducation et à la sécurité sociale, mais celles-ci restent faibles, à 6 % du PIB (contre 25 % en moyenne dans les pays de l'OCDE). En outre, l'augmentation de l'épargne des administrations publiques entre 2005 et 2007¹⁶ fournit à l'État les moyens financiers d'agir.
2. **Développer et libéraliser les marchés financiers** : il s'agit notamment de développer les marchés obligataires et boursiers, et de libéraliser les taux d'intérêt.
 - (i) Le développement de supports d'épargne accessibles aux ménages leur permettrait d'augmenter leurs revenus ;
 - (ii) Le développement de produits d'assurance permettrait de limiter l'épargne de précaution ;
 - (iii) L'amélioration de l'accès des ménages au crédit permettrait d'élever leur propension à consommer ;
 - (iv) Le développement de marchés financiers fournirait une alternative à l'autofinancement de l'investissement¹⁷ notamment pour les PME, et limiterait d'autant leur besoin d'épargne ;
 - (v) La libéralisation des taux d'intérêt¹⁸ permettrait une meilleure allocation du capital ; elle renchérirait l'investissement (en particulier pour les entreprises contrôlées par l'État¹⁹) et pourrait ainsi en limiter les excès²⁰, tout en augmentant les revenus des ménages (via la hausse des rémunérations des dépôts bancaires).
3. **Améliorer la redistribution des profits des entreprises**, afin de diminuer leur épargne et augmenter les revenus des ménages. En particulier les autorités pourraient promouvoir une législation du travail plus favorable aux employés, augmenter les prélèvements sociaux et fiscaux, et encourager le versement de dividendes plus importants, soit directement aux ménages, soit au Gouvernement dans le cas des entreprises d'État (afin qu'ils soient utilisés dans le cadre de programmes sociaux en direction des ménages, et non pas pour des subventions aux entreprises). Ces versements pourraient conduire à une hausse significative de la consommation si les ménages en consommaient une proportion élevée.

Par ailleurs, la lutte contre les situations de monopole²¹ permettrait d'augmenter le degré de concurrence et contribuerait ainsi à trans-

(14) Fang Cai, Yang Du, Meiyang Wang, Migration and Labor Mobility in China, Institute of Population and Labor Economics, Chinese Academy of Social Sciences, avril 2009.

(15) Hausse des transferts sociaux et de l'investissement dans le capital humain, unification des systèmes de retraite et de protection sociale, suppression du lien entre rémunération des médecins et leurs prescriptions notamment.

(16) Dernières données disponibles.

(17) Actuellement 60 % de l'investissement est autofinancé, le reste étant financé par des prêts bancaires ; il n'existe quasiment pas de financement obligataire.

(18) Notamment suppression des contraintes de taux plancher pour les prêts et de taux plafond pour les dépôts.

(19) Selon BBVA, le taux moyen d'emprunt entre 2001 et 2005 était de 2,5 % pour une entreprise publique, de 4 % pour une entreprise étrangère et de 10 % pour une entreprise privée chinoise.

(20) La libéralisation des prix d'autres inputs industriels subventionnés (énergie, eau, terres) pourrait aller de pair avec celle des taux d'intérêt et aurait le même effet de renchérir l'investissement.

(21) Via en particulier l'ouverture des marchés publics ou l'ouverture aux investissements étrangers.

féder une partie des profits des entreprises aux ménages, via des baisses de prix.

En outre, la suppression des restrictions migratoires entre villes et campagnes²², en augmentant l'offre de travail dans les villes, pourrait également aider à accroître les revenus des ménages et partant, la consommation²³.

4. **Considérer la possibilité de faire varier la valeur du change** : une telle politique servirait simultanément plusieurs objectifs, à savoir :

(i) La réduction des incitations à diriger l'investissement vers le secteur exportateur (ce qui atténuerait le risque de créer des surcapacités au vu d'une demande mondiale durablement déprimée), au profit de sa réorientation vers le secteur domestique (ce qui permettrait d'enrichir la croissance en emplois notamment dans les services) ;

(ii) La hausse du pouvoir d'achat des consommateurs chinois ;

(iii) La réduction des déséquilibres globaux via la baisse de l'excédent commercial²⁴.

Cette politique pourrait être complétée par la **facilitation de l'accès au marché domestique chinois**, pour les entreprises étrangères.

3.4 Réorienter la croissance vers la consommation privée aurait un effet positif sur l'emploi à long terme

Réorienter la croissance chinoise vers la consommation suppose une demande accrue pour les services existants et

nouveaux et une réorientation de la production de biens échangeables vers la production de biens consommés localement, ainsi que de services. Une étude récente du FMI²⁵ suggère qu'à long terme, un tel rééquilibrage de la croissance chinoise aurait des effets positifs sur l'emploi, les créations d'emploi dans le secteur abrité étant particulièrement importantes et l'effet sur l'emploi dans le secteur exportateur plus limité.

A court terme l'ajustement pourrait faire baisser les créations nettes d'emplois du fait des délais d'embauches et du temps nécessaire à ce que les infrastructures soient opérationnelles. Cependant, ce phénomène pourrait être limité du fait des caractéristiques de l'économie chinoise²⁶ et ces coûts pourraient en tout état de cause être atténués grâce à des politiques visant à limiter les effets transitoires : développer des programmes de formation pour diminuer les mismatches de qualifications entre offre et demande de travail, faciliter la mobilité du travail à travers les secteurs et les régions pour limiter les délais d'ajustement, voire assurer temporairement des revenus de substitution.

4. Les mesures actuellement mises en œuvre par le Gouvernement pourraient être complétées et approfondies

Les autorités chinoises avaient mis en œuvre avant la crise un certain nombre de mesures visant à entamer un rééquilibrage du modèle de croissance chinois (cf. encadré 3).

Encadré 3 : mesures prises entre 2005 et 2008 visant à rééquilibrer le modèle de croissance chinois

Avant la crise, les autorités chinoises exprimaient assez clairement leur préoccupation au sujet du caractère déséquilibré de la croissance chinoise^a. Un certain nombre de mesures avaient alors été prises pour pallier ces déséquilibres :

- La **taxation des entreprises publiques** et la promulgation d'une **nouvelle loi du travail plus favorable aux employés** favorisaient la redistribution au profit des ménages ;
- L'adoption de **normes environnementales plus strictes** et une **sélectivité accrue des projets**, notamment dans les secteurs en surcapacité, rationalisaient l'investissement ;
- L'**appréciation du yuan** et l'**arrêt des remboursements de TVA à l'export** réduisaient la rentabilité des exportations de produits à faible valeur ajoutée, favorisant la montée en gamme de la production et sa réorientation vers le marché intérieur ;
- Le **développement** et la **libéralisation des marchés financiers** avaient été engagés, les réformes les plus significatives datant de 2005-2006^b.

a. « The biggest problem with China's economy is that the growth is unstable, unbalanced, uncoordinated, and unsustainable. » Premier Ministre Wen Jiabao, Mars 2007.

b. Fin progressive du système des titres non-échangeables (2/3 du total) détenus par des acteurs publics suite à la transformation des entreprises d'État en sociétés par actions (été 2005) ; entrée en vigueur du nouveau cadre juridique appliqué aux marchés - *Company Law, Securities Law et Securities Investment Fund Law* - régissant notamment les procédures de cotation, les impératifs de transparence, les fusions-acquisitions, la supervision des fonds d'investissement (1er janvier 2006) ; fin du gel des introductions en bourse et arrivée des grandes entreprises publiques sur les marchés de Hong Kong et Shanghai (notamment ICBC et Bank of China pour le secteur bancaire, mars 2006).

4.1 Les mesures mises en œuvre actuellement

Face au ralentissement marqué de l'économie, les autorités chinoises ont mis en place dès le mois de novembre 2008 un plan de relance massif combinant un assouplissement des conditions de crédit et une relance budgétaire. Le volet relance budgétaire a été annoncé à 4.000 Mds CNY sur 2 ans, soit 13,3 % du PIB annuel 2008, dont 4 points de PIB sont censés être financés par l'État et le reste par d'autres acteurs publics : collectivités locales, banques, et entreprises publiques. Ce volet budgétaire du plan (décrit dans le tableau 1) est principalement centré sur les infrastructures tandis que le soutien à la consommation est laissé au second plan.

Tableau 1 : composition du volet budgétaire du plan de relance chinois

Type de dépenses	Points de PIB annuel
Infrastructures routières, ferroviaires, aéroportuaires et réseau électrique	6,0 %
Reconstruction post-séisme	3,3 %
Environnement et lutte contre la pollution	1,2 %
Financement de la R&D et de l'innovation	0,5 %
Amélioration des conditions de vie en zone rurale	1,2 %
Logement social	0,9 %
Santé et éducation	0,1 %

Source : National Development and Reform Commission

Par ailleurs, le gouvernement s'est engagé à pourvoir 90 % de la population en soins primaires de santé

(22) Notamment la suppression du permis de résidence (*hukou*) et la portabilité des bénéfices sociaux d'une province à l'autre.

(23) Les autorités y sont pour l'instant réticentes car elles craignent, au vu des expériences brésilienne et indienne, que cette mesure ne favorise l'apparition et le développement massif de bidonvilles.

(24) La suppression des incitations à l'exportation et des restrictions à l'importation iraient également dans le même sens.

(25) Employment Effects of Growth Rebalancing in China, Kai Guo et Papa N'Diaye, IMF Working Paper, 2009, n. 169.

(26) En particulier, les infrastructures nouvelles sont rapidement opérationnelles, et la très forte croissance de l'économie chinoise pourrait permettre à la réallocation d'emploi de se faire avec des coûts d'ajustement plus limités.

d'ici à 2011. Ce plan de couverture santé va certes dans la bonne direction puisqu'il fait partie des réformes souhaitables destinées à faire baisser l'épargne de précaution des ménages. Toutefois en l'état il ne sera pas suffisant pour stimuler significativement la consommation privée :

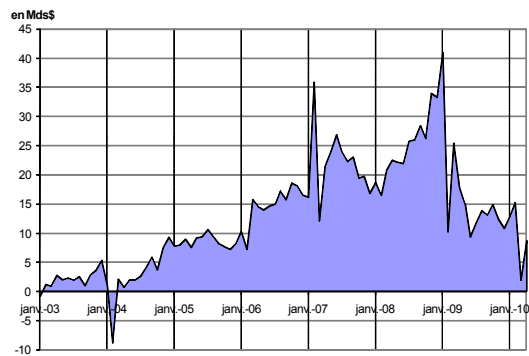
- Même si les montants en jeu sont importants (2,8 % du PIB annuel sur 3 ans), ils restent insuffisants au regard des besoins : la dépense chinoise de santé (dépenses courantes + investissements) passerait de 4,7 à 5,5 % du PIB environ, sous des hypothèses optimistes²⁷ ; la Chine serait alors au niveau de l'Inde, loin du Royaume-Uni (8,1 %) et plus encore des États-Unis (15,4 %) ;
- Les infrastructures de santé (hôpitaux, dispensaires etc...) manquent dans les zones rurales, donc le plan s'attachera sans doute au moins en partie à combler ce manque, ce qui signifie un soutien à l'investissement et non pas à la consommation privée²⁸.

Enfin le volet monétaire du plan de relance - de loin le plus conséquent - va vraisemblablement creuser le déséquilibre investissement/consommation. Outre les projets d'infrastructures précédemment évoqués, l'expansion historique du crédit bancaire en Chine en 2009 a principalement profité aux entreprises d'État, pour réaliser des investissements immobiliers et pour accroître leurs capacités de production manufacturière.

4.2 La réduction des déséquilibres externes observée pendant la crise pourrait ne pas s'avérer durable

L'excédent commercial chinois (cf. graphique 7) s'est réduit entre 2008 et 2009, passant de 6,6 à 4,0 points de PIB, en lien avec la montée en puissance du plan de relance et l'atonie de la demande mondiale. La contribution du commerce extérieur à la croissance a en conséquence été, pour la première fois depuis longtemps, fortement négative (-3,9 points)²⁹.

Graphique 6 : Chine - solde commercial désaisonnalisé



Toutefois un tel rééquilibrage externe n'est probablement pas durable ; d'une part, comme on l'a vu, le plan de relance repose essentiellement sur l'investissement et la Chine ne peut réorienter durablement son modèle de croissance vers l'investissement ; d'autre part, selon nos estimations, au moins la moitié du rééquilibrage externe à l'oeuvre actuellement serait due aux effets temporaires du plan de relance et du ralentissement prononcé des économies développées.

Benjamin DELOZIER, Cyril REBILLARD

(27) C'est-à-dire si la totalité des 2,8 % du PIB représentaient des dépenses récurrentes - ce qui ne semble pas être le cas -. Avec ce plan, le budget accordé par les autorités aux résidents urbains sans emploi et aux paysans (900 millions de bénéficiaires) ne passerait que de 80 CNY à 120 CNY par habitant.
 (28) Sans compter que, même une fois les infrastructures nécessaires bâties, un autre facteur limitant serait le nombre de médecins présents dans les campagnes.
 (29) La croissance de l'économie chinoise a atteint 8,7 % en 2009, après 9,6 % en 2008.

Éditeur :
 Ministère de l'Économie,
 de l'Industrie et de l'Emploi
 Direction générale du Trésor
 139, rue de Bercy
 75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :
 Benoît COEURÉ

Rédacteur en chef :
 Jean-Philippe VINCENT
 (01 44 87 18 51)
 tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :
 Maryse DOS SANTOS
 ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

■ **Mai 2010**
 n°74. L'ouverture du marché du travail français aux ressortissants des Nouveaux États membres de l'Union Européenne
 Magali BAILLET, Caroline KLEIN

Mars 2010
 n°73. La situation économique mondiale à l'hiver 2010 : les premiers perce-neige
 Abdenor BRAHMI, Nicolas END

Février 2010
 n° 72. Version 2009 de la base de données des profils institutionnels par pays : «Institutional Profiles Database 2009» (IPD 2009)
 Nicolas MEISEL, Jacques OULD AOUDIA

Janvier 2010
 n° 71. L'évolution du marché immobilier résidentiel en France
 Antoine BOUVERET, Nicolas COSTE, Cécile SIMON
 n° 70. Marché mondial de l'environnement et perspectives pour les éco-entreprises françaises
 Élise DELAÏTRE

http://www.tresor.bercy.gouv.fr/TRESOR_ECO/tresoreco.htm