

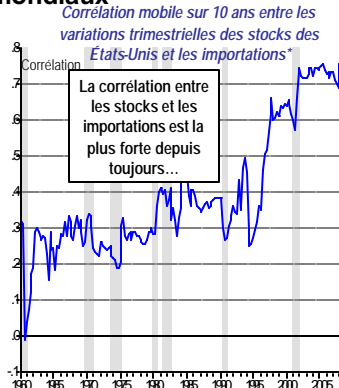
## L'économie de la Chine : Un coup d'œil sous le capot

La relative vulnérabilité de la Chine à un ralentissement économique mondial était une des principales hypothèses de notre prévision de forte correction des prix des produits de base de cet été. À notre avis, une récession mondiale provoquée par une crise du crédit allait affecter disproportionnellement les pays essentiellement manufacturiers. Les milieux économiques discutent encore du degré de dépendance du PIB chinois de la croissance mondiale. À notre avis, un examen attentif de la structure industrielle de l'empire du Milieu est le meilleur moyen de trancher le débat. Cette note présente les conclusions de ce qu'on découvre lorsqu'on soulève le capot de l'économie chinoise.<sup>1</sup>

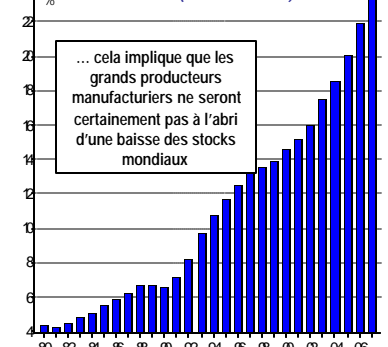
### Stocks : Un nouvel ordre mondial

Les stocks jouent un rôle important dans les cycles économiques. Leur accumulation stimule l'expansion. Une ponction dans les stocks non souhaitée explique souvent l'essentiel de la baisse du PIB pendant une récession. Beaucoup d'économistes ont noté que les stocks jouent maintenant un rôle moins important dans les cycles économiques des pays industrialisés. Mais nous doutons que cela s'applique aussi aux économies émergentes. À notre avis, le fait que les ventes finales des États-Unis (PIB moins stocks) continuent de croître malgré une importante réduction des stocks au cours de la dernière année s'explique en grande partie par la croissance de la délocalisation de la production manufacturière vers les pays émergents depuis 2001. En d'autres termes, le rôle de correction d'une accumulation non souhaitée de stocks incombe maintenant essentiellement aux importations. Nous trouvons intéressant que la corrélation mobile entre la variation du volume de stocks américains et la variation du volume d'importations américaines soit maintenant la plus forte depuis toujours (graphique). Cela a des conséquences importantes pour les prévisions de la production industrielle mondiale. Alors qu'un ralentissement se propage dans l'ensemble des économies avancées, nous pensons que l'essentiel de la réaction de la production à l'accumulation de stocks non souhaitée devra être assumée par les pays essentiellement manufacturiers. La Chine représente environ un cinquième de la production manufacturière du monde et elle ne restera vraisemblablement pas à l'abri de la première compression des stocks mondiaux depuis son entrée dans l'Organisation mondiale du commerce en novembre 2001.

#### La Chine n'est pas à l'abri d'une réduction des stocks mondiaux



Part de la Chine de la production manufacturière mondiale (sur la base PPA)



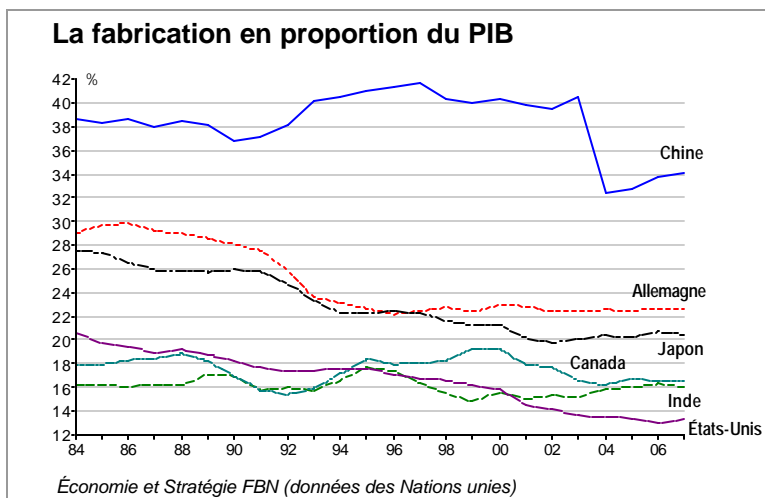
\* Tous deux exprimés en volumes

Économie et Stratégie FBN (données de Global Insight et du FMI)

<sup>1</sup> Notre analyse est fondée sur la base de données des comptes nationaux de l'ONU, <http://unstats.un.org/unsd/snaama/Introduction.asp>, et l'annuaire statistique de la Chine 2007 publié par le Bureau national de statistiques de ce pays.

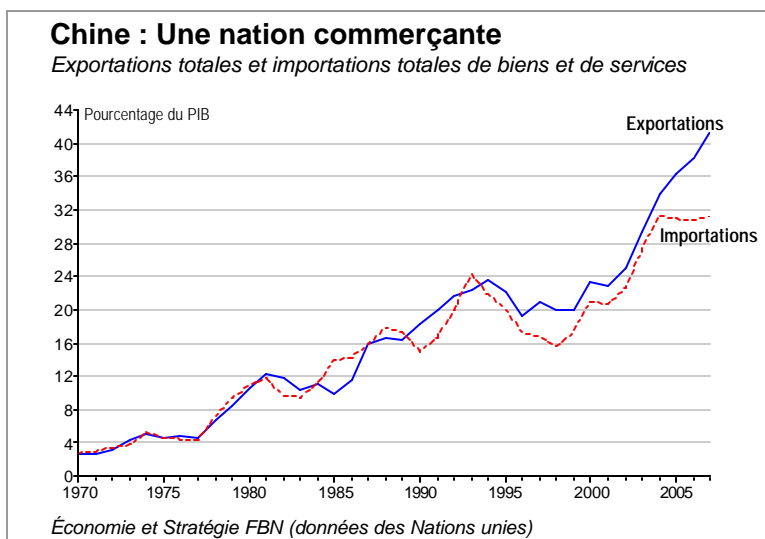
### Ralentissement de la fabrication : Quelle importance pour la Chine ?

Un ralentissement de la production de ses usines affectera largement l'économie de la Chine dans son ensemble. La fabrication représente un peu plus que le tiers de son PIB, et cette proportion est restée relativement constante depuis le début des années 1970. Par comparaison, la part du PIB de grands pays fabricants tels que l'Allemagne et le Japon n'est que d'environ 20%. Pour les États-Unis, la proportion est de 13% et pour le Canada, de 16%. Même en Inde, la fabrication ne représente que 16% du PIB (graphique).

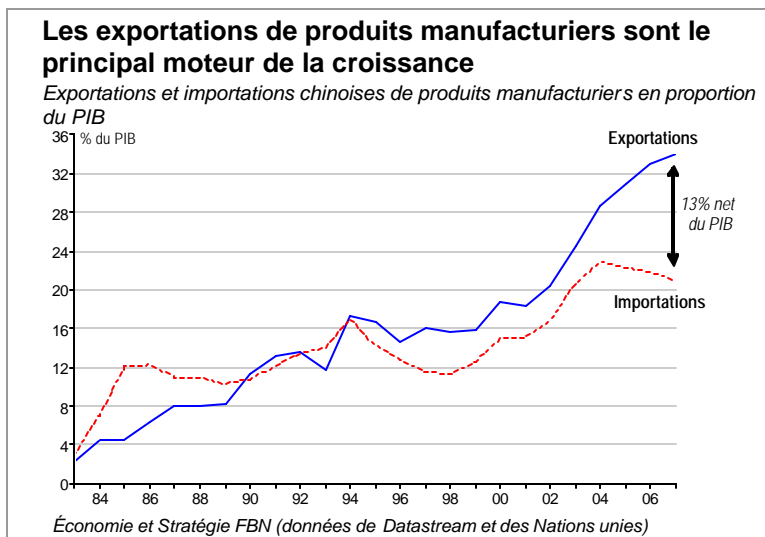


### Et les exportations ?

La stimulation de la croissance par les exportations a été la principale politique de Pékin au cours de la dernière décennie. L'an dernier, les exportations représentaient 40% du PIB chinois, soit deux fois plus que dix ans plus tôt. Alors que les importations équivalent grosso modo à 32% du PIB, on peut facilement qualifier la Chine d'économie ouverte.



Les biens fabriqués représentent environ 85% du total des exportations de biens et de services chinoises. Certes, ils constituent aussi environ 65% de l'ensemble de ses importations – des pièces destinées à l'assemblage et à la ré-exportation. Mais une fois ces mesures prises en compte, nous constatons que 13% du PIB chinois sont directement dépendants de la fabrication (graphique). Et comme la Chine a grimpé dans la chaîne de la valeur ajoutée ces dernières années, une réduction de la demande en volume de ses marchés d'exportations aura un effet plus important sur son économie qu'auparavant.



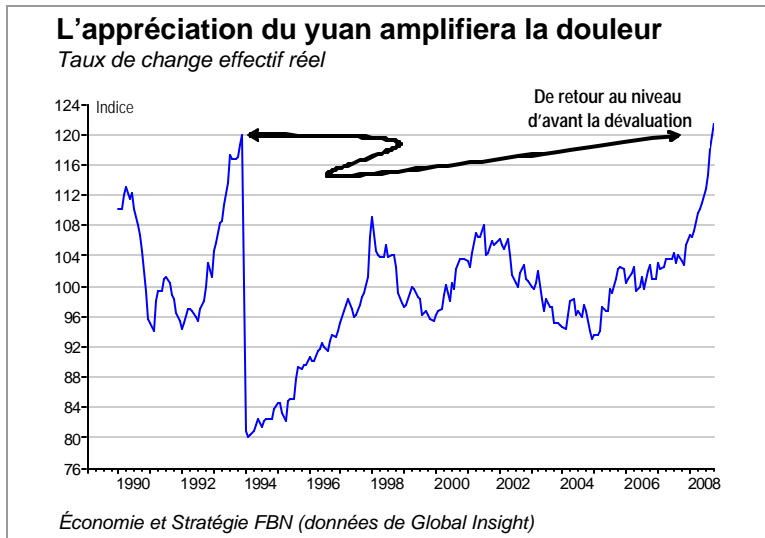
Le problème pour la Chine est que maintenant la croissance ralentit sur la plupart de ses grands marchés d'exportation. Comme le tableau ci-dessous l'illustre, plus de 50% du total de ses exportations de la dernière année étaient destinés aux économies avancées. Les récessions simultanées maintenant en cours aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro freineront nécessairement nettement la production pour l'exportation au cours des prochains trimestres.

**Principaux partenaires commerciaux de la Chine  
(12 derniers mois)**

	Exportations	Importations
<b>Asie</b>	<b>46.7%</b>	<b>62.9%</b>
<b>Japon</b>	<b>8.1%</b>	<b>13.2%</b>
<b>Hong Kong</b>	<b>13.9%</b>	<b>1.2%</b>
<b>Amérique du Nord</b>	<b>19.3%</b>	<b>8.1%</b>
<b>Europe</b>	<b>20.5%</b>	<b>11.5%</b>
<b>Amérique latine</b>	<b>4.9%</b>	<b>6.1%</b>
<b>Océanie</b>	<b>1.8%</b>	<b>3.3%</b>
	\$ milliards	\$ milliards
<b>Asie</b>	<b>659.7</b>	<b>727.6</b>
<b>Japon</b>	<b>114.0</b>	<b>152.8</b>
<b>Hong Kong</b>	<b>196.3</b>	<b>13.8</b>
<b>Amérique du Nord</b>	<b>272.8</b>	<b>93.8</b>
<b>Communauté européenne</b>	<b>290.2</b>	<b>132.6</b>
<b>Amérique latine</b>	<b>69.4</b>	<b>70.9</b>
<b>Océanie</b>	<b>25.3</b>	<b>38.3</b>
<b>Autres</b>	<b>96.4</b>	<b>93.5</b>
<b>Total</b>	<b>1413.8</b>	<b>1156.7</b>

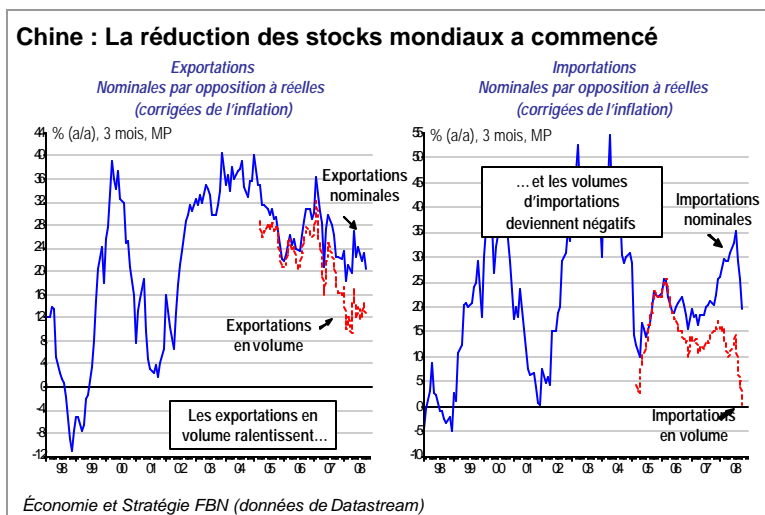
Économie et Stratégie FBN (données de Datastream)

Comme si cela ne suffisait pas, le taux de change effectif pondéré en fonction des échanges réels de la Chine a fait un bond de 17% depuis le début de l'année et est maintenant de retour au niveau d'avant la dévaluation de 1994 (graphique).



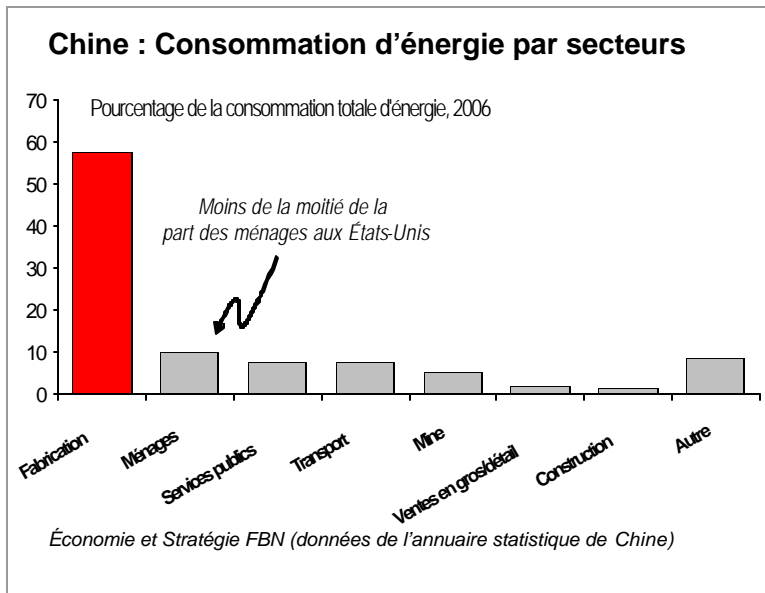
**Conclusion**

Tout bien compté, nous estimons que le ralentissement économique mondial généralisé en 2009 entraînera d'importantes difficultés pour les exportations chinoises. Nous ne serions pas étonnés de voir la croissance des exportations en volume devenir négative au cours des prochains mois en raison d'une ponction dans les stocks des pays industrialisés. Le fait que les importations chinoises en volume étaient sur le point de connaître une contraction en octobre laisse entrevoir que cette réduction est déjà pleinement amorcée. Heureusement, l'effet ralentisseur pour les exportations sera en partie compensé par un plan de relance massif dévoilé par Pékin ce mois-ci qui affecte l'équivalent d'environ 10% du PIB en capitaux frais aux dépenses d'infrastructure et aux abattements fiscaux au cours des deux prochaines années. Étant donné le manque de détail et l'incertitude qui entoure la vitesse à laquelle les nouvelles initiatives seront mises en application, nous continuons de penser que le résultat le plus probable sera un ralentissement de la croissance du PIB à 7% en 2009.



**Effet sur la consommation d'énergie**

Une prévision concernant les perspectives de la fabrication chinoise est également cruciale pour les prévisions de prix de l'énergie. La Chine est devenue une consommatrice nettement plus importante d'énergie que depuis son adhésion à l'OMC en 2001. Le taux d'élasticité de sa consommation dépasse maintenant 1, contre environ 0.5 pour les économies du G7. Par exemple, la fabrication représente environ un tiers du PIB mais près de 60% de la consommation d'énergie. Un ralentissement de la cadence des usines entraîne par conséquent un ralentissement plus important de la consommation d'énergie (élasticité supérieure à un) et une réduction correspondante de la pression sur les prix de l'énergie. Même au niveau actuel, il existe encore d'importants risques de baisse de prix du pétrole brut.



**Stéfane Marion**  
*Économiste en chef adjoint*