

Trois points d'appui dans le désordre créé par la crise chinoise

Un choc boursier qui a traversé la planète de l'ampleur de celui de la semaine dernière est le signe d'une remise en cause des anticipations économiques autant et peut-être même plus que financières. La crise de croissance chinoise est évidemment au centre des évolutions et va le rester. Cependant, son développement –ne parlons pas de sa résolution- s'annonce long et à épisodes répétés. Les conclusions temporaires peuvent être recherchées dans les premières conséquences générales assez durables. On peut en retenir trois solides.

La croissance mondiale maintenue au-dessus de 3 %

L'économie chinoise avait été le moteur de la croissance mondiale. Elle a entraîné un cycle généralisé des pays que l'on a qualifié d'émergents. La compétitivité chinoise et sa croissance annuelle supérieure à 10 % de 2000 à 2010 (avec un pic de 14,2 % en 2007) a développé un modèle d'usine du monde exporté des pays développés vers des régions à coût du travail très réduit. Elle a aussi provoqué une explosion des prix des matières premières et, au premier rang, de l'énergie. Cotant 25 dollars en 2000, le baril (qualité brent) est monté jusqu'à plus de 140 dollars en 2008 et s'était stabilisé entre 100 et 120 dollars de 2011 à 2014. La croissance chinoise a ainsi entraîné celle des pays exportateurs de matières premières.

La crise chinoise d'aujourd'hui est une crise de croissance d'un modèle assez classique et qui suit un peu celle du Japon du début des années 1990. La correction de l'excès de dette intérieure va prendre du temps, des années, d'autant qu'elle a financé des surcapacités industrielles et une bulle immobilière, sans compter la bulle

boursière. L'installation dans une conjoncture normée va être plus rapide qu'anticipé : les services économiques de l'OCDE imaginaient qu'un taux annuel réduit à 5 % ne serait atteint qu'à partir de 2020 dans les pays hors OCDE. On y est, ou sans doute pas loin.

La normalisation de la croissance de la Chine et des émergents ramène vers l'Europe, l'Amérique du nord et le Japon le rôle de leaders du cycle mondial. Les données américaines – progression de 3,7 % du produit intérieur brut au deuxième trimestre- et même celles de l'Europe et du Japon permettent de mettre en perspective. La réduction de l'expansion des zones de croissance de la conjoncture d'hier derrière la Chine réduit de 0,4 à 0,5 % le taux annuel d'avance du PIB mondial. En sens inverse, les gains de pouvoir d'achat des économies tirées par la consommation (États-Unis, Japon, Europe hors zone Allemagne) tireront la conjoncture. On estime l'effet entre 0,2 et 0,3 % de la croissance mondiale.

Au total, l'effet négatif limité autour de 0,2 % valide un scénario d'accrochage de la croissance mondiale autour de 3 % ou un peu au-dessus. On reste dans les projections du FMI qui, en juin dernier, anticipait 3,1 % cette année et 3,8 % en 2016.

Des taux courts et des taux longs durablement bas

La redéfinition des termes de la croissance et du commerce mondial ont un impact direct sur l'inflation. Pour résumer, les pays émergents et la Chine exportent leur déflation. De plus, les dévaluations du yen et de l'euro exportent aussi des pressions

sur les prix américains. Ces pressions sont amplifiées par la baisse durable des cours de l'énergie et d'un certain nombre de matières premières.

La question de l'inflation – plutôt celle de la déflation – revient dans les débats des banquiers centraux. C'était d'ailleurs le thème des conférences de Jackson Hole qui ont réuni la semaine dernière les patrons des instituts d'émission (même si Janet Yellen, la présidente de la Fed n'était pas présente). «Dynamique de l'inflation et politique monétaire» : le sujet n'a sans doute pas permis d'avancer beaucoup sur le plan théorique.

On a bien noté la résignation d'un certain nombre de responsables de «petites économies», qui ont concédé, derrière Thomas Jordan, le gouverneur de la Banque Nationale Suisse que, «dans une conjoncture de bouleversements au niveau mondial, les petites économies ouvertes doivent accepter temporairement une inflation en deçà de l'optimal». Mais on attendait surtout la Réserve Fédérale américaine. Les dernières réunions de son comité de politique monétaire ont enregistré le développement de la croissance et – avec des nuances - la bonne santé du marché de l'emploi. Les communiqués dessinaient la direction vers un relèvement des taux directeurs américains. La réunion des 16 et 17 septembre devait lancer le mouvement.

La crise chinoise et ses effets sur le cycle mondial et, surtout, sur les matières premières, a remis la perspective en question. Stanley Fisher, le vice-président de la Fed n'est pas sorti du discours classique des banques centrales, maniant le conditionnel, les idées générales et évitant des jugements tranchés. La question est bien l'inflation, et l'objectif de 2 % fixé par l'institut d'émission n'est pas réduit. Même si M. Fisher reconnaît que «(nous ne devrions) pas attendre que l'inflation atteigne 2 % pour normaliser la politique monétaire», on comprend que cette dernière ne sera pas vigoureusement agressive. De plus, les effets des hausses de taux courts sur les marchés obligataires seraient très réduits. La conjoncture de taux d'intérêt bas dans les pays développés ne fait que se confirmer.

Les ajustements financiers s'opèrent cependant par les devises. Le relèvement modéré – d'ici à la fin de l'année – des taux d'intérêt de la Fed entraînera sans doute des hausses de taux et des dévaluations de pays émergents. Elle devrait surtout se traduire par une nouvelle phase de hausse du dollar face aux monnaies européennes

et au yen. Pour l'euro, les objectifs de parité avec le dollar dans les neuf mois, et de 0,95 dollar pour un euro début 2017, ne semblent pas irréalistes.

Le rattrapage des européens en retard dans le précédent cycle

Vu d'Europe, l'actualité chinoise ne fait que renforcer les anticipations d'un maintien d'une politique monétaire très accommodante. Il n'est pas impossible que le niveau d'inflation – toujours lui – amène à une accélération des achats d'actifs par la BCE et un rallongement du programme au-delà de septembre 2016, l'échéance minimale prévue.

La pression mise sur les taux longs va se poursuivre et favoriser la valorisation des actifs (immobilier, actions). On trouvera ainsi les gérants d'actifs dans une recherche de leviers sur la consommation et sur les effets de change face au dollar. La recherche de rendement guidera les stratégies pour l'immobilier comme pour les actions, mais, pour ces dernières, le potentiel de l'Europe du Sud va se développer avec un effet de chiffre d'affaires mais, aussi de marge.

On remarquera que toute médaille ayant son revers, la pénalisation de la schizophrénie fiscale des dernières années va jouer à rebours en France et gonfler cet effet de redressement.

Ainsi, l'incertitude économique mondiale a comme conséquence une meilleure visibilité des pays développés, et ceux dont les ménages ont les plus gros patrimoines. Est-ce un paradoxe ?