

## La réponse au krach boursier chinois : accroître la bulle spéculative

Les dirigeants chinois ont de la chance dans leurs déboires. Le nouvel épisode d'une crise grecque qui semble encore devoir durer des mois aura occulté le véritable krach boursier essuyé par les Bourses de Shanghai et de Shenzhen. Les questions sont bien différentes. Il ne s'agit pas – ce serait une vraie révolution – de s'engager dans une remise en question de la gouvernance économique, et donc politique, de l'Empire du Milieu. La fin de la direction allemande de l'économie européenne, remise aussi violemment en cause au Sud par la Grèce qu'au Nord par le Royaume-Uni est un peu celle de la règle du jeu mondiale qui a permis l'envolée chinoise (la croissance du produit intérieur brut a dépassé 9 % chaque année de 2002 à 2011). Mais les problèmes chinois sont bien différents de ceux de leur meilleur allié économique occidental. Et les voies de règlement le seront aussi.

### Effet d'entonnoir pour la colossale épargne des Chinois

Cette même chronique datée du 15 juin mettait en évidence la constitution d'une vraie bulle spéculative. Le ratio «Warren Buffet» d'une capitalisation boursière dépassant 120 % du produit intérieur brut montrait l'entrée des marchés chinois dans une zone de danger. L'évolution des fondamentaux montrait une tendance difficile à soutenir longtemps : indices qui faisaient plus que doubler alors que les analystes financiers tablent sur un recul des profits de 10 % minimum.

La bulle a été constituée par la puissance publique. Un effet d'entonnoir a été organisé avec l'augmentation des quotas attribués aux investisseurs étrangers sur les Bourses purement chinoises. Ce n'est pas tout. Les limites d'intervention des ménages chinois ont été largement levées. Rien que de plus normal dans la gestion d'une économie dont le taux d'épargne brute est encore très proche de 50 % du PIB. Mais les possibilités des Bourses ont été très rapidement surexploitées, avec des ouvertures de comptes titres : il y a un mois, on a dépassé 140 millions de comptes actifs détenus par près de 100 millions de spéculateurs. Et la hausse a entraîné la hausse, les progressions de cours la spéculation, pour arriver à une proportion de près du quart des opérations réalisées sur levier de dette.

La correction était inévitable et, en un mois, les indices de Shanghai et de Shenzhen ont chuté de 25 %. A ce stade, on reste en formidable hausse de 58 % depuis le début de l'année et de 83 % par rapport au début juin 2014. Mais les comptes sont sévères : plus de 2.500 milliards de capitalisation se sont envolés. 7 fois la dette de l'Etat grec !

### La spéculation traitée par plus de spéculations

L'éclatement d'une bulle peut être une bonne nouvelle. Il efface des excès et permet de repartir sur des bases assainies. La question est le prix de l'assainissement et il peut s'avérer à la limite du supportable (crise des années 1930, bulle japonaise des

années 1980, plus récemment faillite «pour l'exemple» de Lehmann Brothers). Dans le cas chinois les excès de spéculation sur endettement peuvent faire craindre un effet boule de neige de défaillances et de baisses de prix des actifs, touchant en particulier l'immobilier.

La Chine est un pays totalitaire, qui peut ainsi jouer sur une large palette de mesures. Solliciter l'épargne pour investir en actions visait à réduire et même à éliminer les risques du financement non bancaire souvent baptisé «shadow banking». Face à l'éclatement de la bulle, les autorités adoptent aujourd'hui une médication qui ne peut surprendre vu de chez nous : elles soignent le mal par le mal. La crise de la dette hypothécaire américaine de 2007/2008 (subprime) a été amortie par endettement supplémentaire transmis des banques aux Etats et aux banques centrales. En Chine, le krach boursier a conduit le pouvoir à accélérer dans le process qui a créé la bulle : injections monétaires et cadrage des interventions des opérateurs nationaux sur les Bourses.

## L'obligation de soutenir l'économie entraîne une gestion de long terme des excès boursiers

L'accélération des programmes d'assouplissement quantitatif (QE) est une nécessité pour soutenir une économie qui revient à une croissance réelle sans doute plus proche de 5 % que de l'objectif officiel de 7 %. Mais on a suffisamment analysé les effets des QE de la Réserve Fédérale américaine pour savoir que les liquidités apportées à l'économie vont pour une bonne part vers les actifs (financiers et immobilier) en les réévaluant. La nécessité de resolvabiliser les ménages américains n'est pas répliquable à la Chine et, au contraire, les injections monétaires entretiennent la bulle boursière.

Le deuxième train de mesures annoncé ce week-end est centré sur la Bourse et, bien loin d'organiser le retour à des ratios acceptables dans la durée, le pouvoir central de Pékin met en place des soutiens assez artificiels aux cours de Bourse : blocage des introductions, augmentation des leviers des achats sur marge, ordre donné aux investisseurs institutionnels d'accroître leur exposition en actions et interdiction de vente de lignes de grands titres.

Tout cela donne une impression de pompier pyromane. La bulle gérée par accroissement de bulle, cela peut-il bien se terminer ? On a tendance à penser le contraire. Mais la Chine n'a sans doute pas une grande marge de manœuvre, dans un environnement caractérisé par des surcapacités industrielles. Un exemple : le secteur automobile dont le taux d'utilisation des capacités va tomber au-dessous de 75 % cette année. Le soutien à l'économie est simplement une obligation et jouer avec le feu sur des marchés financiers est une conséquence. Le risque est cependant à mettre en perspective : les Bourses – qui ont repris 2,7 % ce lundi- peuvent sans doute être longtemps soutenues par des mesures autoritaires, sans que le départ d'investisseurs étrangers qui devrait en découler se révèle un problème. Le taux d'épargne pourra toujours être mis à profit pour tenir des valorisations hors norme sur la base de comparaisons internationales. Les Japonais – qui sont pourtant libres pour diversifier leurs placements - ne prêtent-ils pas à leur État depuis 30 ans à des taux très largement inférieurs à ceux pratiqués en dollar ou en euro ?