

Il faut s'habituer à la fin des certitudes chinoises

La Chine revient ou ressurgit plus fort dans l'actualité des économies et des marchés financiers. Pour ses records, encore et toujours, bien sûr, mais aussi pour des incertitudes qui s'accroissent et dont les provenances se diversifient. Que ce soit pour nos hommes politiques, les chefs d'entreprises ou les gérants de capitaux, c'est une rupture d'habitude. La fin des certitudes ou même leur retournement imposent des ajustements qui sont à l'échelle chinoise. Mars correspond au point fort de la gouvernance économique de l'empire : c'est l'époque des sessions des Congrès National du Peuple, ces plans quinquennaux qui définissent la politique depuis 1948. On est aujourd'hui à la troisième session du treizième Congrès, cycle commencé en 2013.

La réduction de la croissance se poursuit et se développe

L'économie ralentit. En réalité, on sait qu'elle ne ralentit pas, mais sa croissance s'est sérieusement réduite. La stabilisation de l'excédent de la balance courante autour de 95 % du produit intérieur brut depuis quatre ans est un retour aux plus bas des années 2000-2001 d'avant le grand boom. La contribution de l'export à la croissance reste cependant bien accrochée. En témoigne le record de l'excédent commercial en février. Mais la tendance est à la fois porteuse (le rebond des exportations) et médiocre (nouveau plongeon des importations). Un indicateur de la demande intérieure mal orientée.

Au-delà de l'opacité des statistiques, les publications officielles ont reconnu une croissance 2014 inférieure à l'objectif de 7,5 %. Les 7 % attendus – espérés – cette année indiquent un rythme qui serait le plus bas depuis 1990. La «normalisation» de l'économie chinoise se mesure bien à des indicateurs plus larges : les cours des matières premières. Malgré la contribution de l'Inde à la croissance mondiale (désormais plus forte que la contribution chinoise), le recul des prix ne se limite pas au cas le plus frappant du pétrole, et s'étend en particulier au curseur des métaux non ferreux.

La priorité donnée en 2015 à « la stabilisation de la croissance » va demander au gouvernement chinois un gros rendement des leviers à sa disposition.

Des risques bancaires, immobiliers, industriels,...

Les risques du miracle chinois sont à la fois assez classique d'une crise de croissance et bien listés. En premier lieu évidemment, les surcapacités industrielles, face à un rééquilibrage des termes du commerce mondial et une demande interne qui ne peut prendre le relais. La mesure financière des surcapacités est donnée par la croissance de l'endettement. Ce n'est pas le privé qui tire la bulle, mais le public (les gouvernements provinciaux et locaux) et le parapublic (les sociétés d'Etat SOE), et, de façon cruciale, les secteurs miniers et de la construction – BTP.

On a souvent décrié le mécanisme de relance chinois depuis 2007, passé par la constitution de dettes hors budget (souvent hors secteur bancaire au sens strict) et par un recours actif aux cessions de foncier ou aux refinancements hypothécaires sur des bases sans doute surévaluées.

Le secteur de l'immobilier d'une façon générale a été un moteur de la croissance et se trouve aujourd'hui dans une situation à la fois d'excès d'offre et de repli des valorisations. L'offre serait supérieure de 5 à 10 % à la demande, avec de très grandes diversités suivant les zones. La baisse de l'ordre de 6 % du prix du résidentiel en 2014 peut s'analyser comme le début d'un repli assez large contenu dans l'ordre, pour éviter les cascades de défaillances de bulles immobilières.

Pas de dévaluation compétitive pour financer le « nouveau modèle » qui finira par s'imposer

Le régime totalitaire a ses inconvénients, mais aussi ses avantages. Le principal inconvénient qu'il faut conserver à l'esprit est l'impossibilité de peser sur la monnaie par les mécanismes de gestions non conventionnelles largement utilisés hier par la Réserve Fédérale américaine et la Banque d'Angleterre, aujourd'hui par la Banque du Japon et la BCE. L'entrée d'une monnaie non convertible dans la guerre des monnaies n'est pas ouverte, et, en tout état de cause, l'arrivée du yuan dans le conflit le transformerait en « guerre mondiale » selon la formule des spécialistes d'Amundi. Ce n'est pas un recours.

Au chapitre des avantages, on retient évidemment la possibilité d'imposer les règles du jeu dans tous les domaines. Les risques économiques sont gérés dans une vision de long terme de nouveau modèle de croissance, en basant l'économie davantage sur la demande interne que sur l'export. On est déjà sur le chemin, puisque les objectifs officiels 2015 – volontaristes – sont une croissance de 6,5 % des exportations et de 13,5 % de la demande interne. Le contrôle des risques est une première étape très proactive dans ce sens : croissance limitée du crédit, gestion très

ciblée des investissements, soutien à la construction dans les secteurs de forte demande, y compris les logements sociaux.

Le parti communiste a les moyens d'imposer le nouveau modèle. Les réformes et la transformation des équilibres seront au final un bien pour un mal. Mais une mutation de cette ampleur est une vraie révolution et ne s'opérera pas sans ruptures. La perte de compétitivité liée à la solvabilisation d'une classe moyenne constitue le premier des chocs, tangible aujourd'hui, puisqu'il ne peut être financé par une dévaluation compétitive.

Dans un environnement économique dominé par la croissance économique des pays développés et l'abondance de liquidités, il va falloir s'habituer à la fin des certitudes chinoises. Pour les économies américaines, européennes et japonaises, l'évolution est globalement favorable. Mais sur les marchés, la volatilité des banques centrales peut trouver un nouveau terrain de développement