

## La Chine sacrifie encore le « changement de modèle » à l'impératif de croissance

Avec une croissance affichée de 6,7 % au deuxième trimestre, la République Populaire de Chine fait mieux que ce qui était attendu et est même sur une tendance qui est supérieure à l'objectif défini par le parti communiste. La surprise ne bouscule pas les analyses et leurs certitudes, mais les scénarios doivent au moins être révisés.

### Au premier semestre : la priorité a été l'objectif d'expansion du secrétaire général du parti communiste

Le secrétaire général du parti communiste chinois a préparé le 19ème Congrès qui se tiendra cet automne. Il sera reconduit, ce qui lui confèrera le titre de président de la République Populaire et donc les pouvoirs les plus étendus. En amont, il fait le ménage des baronnies – en particulier en vue de la composition du Politburo- pour que les cinq années qui vont suivre renforcent encore son pouvoir. Mais Xi Jinping est aussi vigilant pour que « le contrat moral » qui lie désormais le parti à la population soit respecté : croissance économique contre pouvoir totalitaire. Il a ainsi fixé en début d'année (chinoise) la croissance 2017 à 6,5%. Compte tenu de la structure

politique du pays, il ne peut être question que ce minimum ne soit pas assuré à l'ouverture du Congrès.

La conjoncture mondiale est porteuse avec une croissance globale qui devrait (légèrement) dépasser 3 % cette année, sans pressions inflationnistes en dehors des évolutions des prix de l'énergie. Mais la Chine a été au-dessus des attentes au premier semestre : l'expansion a atteint 6,9 % au premier trimestre et, on l'a dit, 6,7 % au second. Après un creux en avril suite à la performance très forte en début d'année, mai a été un peu meilleur et juin, nettement plus.

L'économie semble ignorer les déséquilibres de nature à contrer la croissance. La question centrale est le levier de l'endettement. Pour autant qu'on puisse se fier aux données statistiques du pays, le montant total des dettes publiques et privées dépasse 2,5 fois le produit intérieur brut. Et les dettes des entreprises non financières pèsent l'équivalent d'une année de PIB pour une norme OCDE de 80 à 85 %.

Dans des économies développées, ces niveaux ne peuvent pas sembler tenables très longtemps sans tourner à un gros ralentissement (pour le moins). Mais la Chine cumule des spécificités – démographiques et politiques en particulier – qui peuvent lui permettre de tenir un moment.

## La crédibilité de la gestion économique va se juger à la vigueur du resserrement du crédit

C'est ce qui s'est passé et les autorités monétaires n'ont pas cherché à calmer le jeu, le crédit aux entreprises s'est gonflé de 28 % au premier trimestre : pour la Banque Populaire, l'objectif de croissance 2017 du secrétaire général a primé sur une gestion de long terme. Tout en affirmant que l'économie était pilotée en priorité pour assurer la transition vers un nouveau modèle, plus équilibré, basé sur l'interne, le pouvoir chinois a géré à vue. Les vannes ouvertes en début d'année ont produit leur effet sur la conjoncture, et, aussi sur les comptes des entreprises : les bénéfices industriels ont marqué en juin une progression de 19 % en un an.

Maintenant que les 6,5 % sont assurés cette année, la banque centrale devrait rechercher réellement à atténuer les déséquilibres financiers. Elle se doit de le faire, pour trouver cette crédibilité de gestionnaire de la mutation du modèle chinois qui n'est vraiment pas assurée pour le moment. Malgré l'entrée (à un poids symbolique) d'actions cotées à Shanghai et à Shenzhen dans le gisement des actions de l'indice MSCI émergent, 10 mois après l'intégration du renminbi dans le panier des droits de tirage spéciaux du FMI, le poids des dettes est à un niveau qui pèse sur les investissements extérieurs.

L'exercice est à la fois compliqué par les circuits d'endettement spécifiques et même spéciaux, et simplifié par le fait qu'au final, la dette est portée par l'État, les collectivités locales ou des entreprises (financières ou non) qu'ils contrôlent.

Les mesures classiques comme l'augmentation du taux de refinancement des banques apparaissent plus comme un message donné aux agents économiques et à l'étranger que comme un pilotage de l'endettement global de l'économie. La réduction du shadow banking n'est de plus obtenue qu'en contrepartie de l'émission de véhicules spéciaux qui représenteraient près de la moitié de l'encours de dettes des entreprises non financières. Le transfert s'opère au sein des prêteurs publics et parapublics. La crédibilité recherchée au plan international – mais aussi une gestion réelle d'une mutation du modèle - passeront par la démonstration d'une maîtrise des effets de bulles créées par un marché interbancaire assez débridé.

Pour cela, il faudra faire accepter une réduction de la croissance. Elle devrait être là dès le second semestre, pour finir l'année sur un rythme voisin de 6,5 %. Peut-être est-elle même déjà là. Sans doute la visibilité politique après le 19ème Congrès permettra finalement une gestion monétaire ramenant le rythme dans les trimestres qui suivront à 6 % voir un peu moins.