

# En Chine, la défiance des marchés sera durable

JEAN-PIERRE PETIT

**L**a crise de l'été a accru la défiance des investisseurs internationaux, et probablement des Chinois eux-mêmes, à l'égard de l'économie chinoise. Cette défiance est en soi un facteur additionnel d'incertitude pour les perspectives macroéconomiques mondiales et pour les marchés, dans les mois et les années à venir. Elle découle de cinq raisons fondamentales.

Premièrement, la crise a créé le sentiment que les autorités chinoises pouvaient perdre le contrôle de la situation macroéconomique. Celles-ci n'ont pas, soudainement, manqué de clairvoyance mais, plus simplement, les évolutions récentes de l'économie du pays rendent leurs instruments moins efficaces. L'efficacité marginale des mesures monétaire ou budgétaire se heurte à des contraintes très fortes : poids de la dette, surcapacités, hausse des prêts non performants dans le bilan des banques, progression du *shadow banking* («la finance de l'ombre»)... Les autorités perdent aussi la main parce que leur économie est devenue plus complexe et plus internationalisée qu'auparavant.

Deuxièmement, les objectifs du gouvernement sont contradictoires. Les mesures de relance de court terme accentuent en effet les déséquilibres internes : la baisse des taux et celle des réserves obligatoires ne peuvent que gonfler les bulles boursière et immobilière, avec les risques de nouveau krach que cela générera ultérieurement. La baisse du taux de change risque d'aboutir à repousser les efforts d'ajustements des entreprises et la transformation du modèle économique.

Troisièmement, il existe des doutes récurrents du marché sur la fiabilité des chiffres chinois (activité, actifs des

institutions financières). L'institut officiel de la statistique (le NBS) n'est évidemment pas indépendant du pouvoir politique. On sait aussi que les autorités locales ont tendance à surestimer l'activité.

De plus, les mesures n'ont pas été suffisamment adaptées à la forte croissance et aux changements structurels de l'économie. Certains experts s'appuient sur des données « dures » (production d'acier et d'électricité, volume de fret, importations de matières premières, consommation d'électricité...) pour prétendre que la Chine est déjà en *hard landing* (chute du taux de croissance à un niveau de 0 % à 3 %, selon les définitions).

Nous saluons avec intérêt la prétention d'autres experts qui, depuis Paris ou Londres, s'estiment plus aptes que le NBS à estimer la croissance en volume du pays le plus gigantesque et le plus complexe au monde... Quoi qu'il en soit, la suspension sur les données chinoises risque d'être plus élevée à l'avenir, compte tenu des risques de *hard landing*, objectivement plus élevés aujourd'hui.

## VÉRITABLE HANDICAP

Quatrièmement, la mauvaise communication des autorités avec les marchés est un facteur additionnel de défiance. Le changement de fixation du taux de change, le 11 août, l'a bien illustré, avec trois dévaluations en trois jours après une mesure qui était présentée comme purement technique et exceptionnelle... Il ne s'agit pas seulement d'un défaut d'expérience en matière de communication : la multiplicité des objectifs annoncés est un véritable handicap.

Dernière chose : après pratiquement trente-cinq ans de croissance quasi ininterrompue, l'ajustement chinois est tout à fait inédit. Les investisseurs se souviennent bien des épisodes de *hard landing* ou de récession aux Etats-Unis ou en Europe, mais ont plus de mal à l'imaginer pour la Chine. Les seules années d'infléchissement net de la croissance ont été 1989 (4,2 %, l'année de Tiananmen) et 1999 (7,6 %, dans la foulée de la crise asiatique). Mais ces ralentissements se sont produits à une époque où le pays pesait beaucoup moins : 3,2 % du produit intérieur brut mondial en dollars courants lors de la crise asiatique, contre 13,5 % aujourd'hui. Les investisseurs ont, donc, plus de peine à appréhender les répercussions d'un choc chinois sur le reste du monde, en particulier sur les pays émergents. ■

J

**Jean-Pierre Petit**

est économiste

et président

de la société de conseil

Les Cahiers verts

de l'économie

