

Enjeux

Les Echos

LE MENSUEL DE L'ÉCONOMIE

La Fnac.
Demain,
le supermarché
de la culture

2008

L'ANNÉE DU

CHOC

Pourquoi la croissance va caler
Le temps des ruptures, par Nicolas Baverez
Où investir quand même

POURQUOI LA CHINE DISPOSE-T-ELLE DE TANT D'ÉPARGNE ?

La Chine épargne beaucoup (plus de 50% du PIB) et de plus en plus. Selon une idée répandue, il faudrait voir là le comportement de ménages prudents qui épargnent pour pallier les insuffisances du système de protection sociale. L'explication est partielle. Le taux d'épargne des ménages est certes élevé (17% du PIB), mais il est avant tout soutenu par la situation démographique chinoise. Surtout, il n'explique que deux des dix points de hausse de l'épargne au cours des cinq dernières années.

En fait, le niveau et la croissance de l'épargne chinoise résultent surtout de la montée des bénéfices réinvestis par les entreprises privées (environ un tiers du PIB). Une ampleur qui sort de l'ordinaire. Dans les pays développés, les entreprises paient des dividendes et financent en partie leurs investissements par les marchés

de capitaux ou par les banques. Ce qui n'est pas le cas en Chine où les jeunes entreprises peinent à emprunter et doivent autofinancer leur croissance. Le secteur public contribue aussi à l'épargne nationale, avec un surplus budgétaire d'environ



1% du PIB. Là encore, cette rigueur surprend dans un pays dont l'endettement est très bas et où la forte croissance permettrait de financer un déficit modéré sans aggraver pour autant la charge de la dette. Corollaire de cette épargne, l'excédent commercial a explosé au cours des dernières années exacerbant les tensions commerciales. Une appréciation plus rapide du yuan, accompagnée d'une politique budgétaire moins stricte afin de soutenir la demande intérieure, pourrait atténuer ces tensions. Enfin, une libéralisation des marchés financiers, qui faciliterait le financement externe des entreprises, rendrait moins nécessaire le maintien à un très haut niveau du réinvestissement des bénéfices.

Sean Dougherty, économiste à l'OCDE (s'exprimant ici à titre personnel)

affiche clairement ses ambitions de superpuissance. L'acquisition d'actifs stratégiques (matières premières, technologie...), directement ou via des sociétés publiques, constitue probablement sa priorité (voir aussi p. 45). Et ce n'est pas la démonstration d'assurance que la Chine s'apprête à donner au monde lors des Jeux olympiques de Pékin à l'été 2008 qui calmera les craintes occidentales...

Dans ces conditions, l'année 2008, marquée de plus par l'élection présidentielle américaine et un sensible ralentissement économique aux Etats-Unis, devrait voir une accentuation des pressions internationales pour une réévaluation du yuan. Mais une montée des tensions sur la question des taux de change peut rapidement inquiéter les marchés financiers, surtout si elles sont exercées par un pays endetté sur son créancier ! Il n'est pas inutile de se souvenir que, en leur temps, les pressions peu diplomatiques des Etats-Unis sur l'Allemagne pour obtenir une inflexion de politique monétaire avaient servi de détonateur au krach boursier d'octobre 1987.

1. Actions Les pays émergents, chers et risqués

Dans ce contexte général un peu sombre, que penser plus précisément de l'orientation des différents marchés financiers l'an prochain ? Pour les actions prises dans leur ensemble, on peut craindre une grande volatilité des cours, compte tenu des incertitudes économiques et des tensions internationales. Mais de façon un peu paradoxale, l'année 2008 prise globalement pourrait plutôt surprendre positivement. En effet, les sources d'inquiétudes précédemment décrites sont très présentes fin 2007 dans l'esprit des investisseurs. En conséquence, leurs stratégies de placement semblent déjà très défensives, avec probablement des porte-

feuilles en moyenne sous-pondérées en actions et sur-pondérées en produits monétaires et obligataires. Les marchés d'actions pourraient ainsi bien résister lors de mauvaises nouvelles – c'est d'ailleurs le cas depuis plusieurs semaines – et, en revanche, s'enthousiasmer pour tout élément nouveau de nature à éclaircir le paysage. Or, si les inquiétudes géopolitiques sur l'Irak, l'Iran ou le terrorisme ont peu de chances de s'atténuer en 2008, d'autres éléments qui pèsent aujourd'hui sur la confiance des investisseurs pourraient s'améliorer dans la seconde moitié de l'année.

En particulier, après un début d'année très médiocre où une récession ne peut être exclue, l'économie américaine aura un fort potentiel de rebond et les marchés pourront souhaiter jouer l'accélération de la croissance en 2009 et au-delà (voir aussi p. 44). A cela, deux explications. D'abord, la Banque centrale américaine va probablement continuer à baisser les taux d'intérêt dans les mois qui viennent, et cet assouplissement monétaire soutiendra progressivement le secteur de l'immobilier américain. Or la crise du crédit en 2007 a conduit à un effondrement des constructions neuves, les portant à un niveau très bas par rapport aux besoins structurels en logements, et un fort potentiel de rebond existe pour la fin 2008. Ensuite, les échanges extérieurs vont soutenir la croissance américaine, compte tenu de la sur-compétitivité de l'économie face aux autres grands pays industrialisés au niveau actuel du dollar.

De façon plus générale, sur le marché mondial des actions, les flux structurels à l'achat n'ont pas disparu, loin s'en faut. Certes, la force de frappe des fonds de private equity a diminué avec la crise du crédit structuré. Mais la rentabilité élevée des entreprises leur donne les moyens de poursuivre leur politique de croissance externe ou de racheter leurs propres actions. La gestion des avoirs extérieurs dans les pays excédentaires (Chine, mais aussi



Le marché chinois n'est plus aussi intéressant : les prix y sont élevés, en raison de l'engouement actuel de nombre d'investisseurs.