

CHINE-INDE : LES DURES RÉALITÉS DU RATRAPAGE



JEAN-JOSEPH BOILLOT*
Ancien conseiller financier en Inde et en Chine

Comprendre le déroulement de la crise chez les deux géants asiatiques, c'est d'abord saisir les différences fondamentales de ces deux économies complémentaires comme un yin-yang. La crise est l'occasion de découvrir leurs faiblesses respectives qui ne sauraient cependant remettre en cause leur statut de locomotives de l'économie mondiale.

La crise globale a d'abord touché la Chine par le biais du moteur externe en provoquant un choc sur des exportations représentant plus de 40 % du PIB et sur les investissements directs à l'étranger (IDE). Alors que la pression internationale contre la sous-évaluation du yuan portait ses fruits, la première modalité d'ajustement des exportateurs fut de resserrer leurs marges comme au moment de la crise de 1997. À la différence près que le cœur de la crise de demande se situe désormais dans les pays développés. Or ils constituent 80 % des exportations finales chinoises et le "made in China" commence à y avoir mauvaise réputation après des scandales à répétition depuis 2007. Le retournement des exportations a aussi été largement amplifié par sa conjonction avec une politique plus structurelle visant à anticiper le nécessaire redéploiement de la croissance sur le marché domestique et à mettre fin aux dégâts environnementaux d'une course aux prix les plus bas. La crise de la demande externe est ainsi intervenue au moment même où le salaire

minimal était rehaussé de 40 % et que des normes environnementales beaucoup plus strictes étaient introduites notamment dans la province du Guangdong qui représente 60 % des exportations chinoises, voire 80 % pour le *sourcing*.

Chine : gonfler le seul moteur Investissement suffira-t-il ?

Une véritable onde de choc s'est alors propagée à toute l'économie chinoise par le biais de la fermeture plus ou moins panique d'un très grand nombre d'entreprises exportatrices ou sous-traitantes conduisant au licenciement de centaines de milliers de personnes et déclenchant une véritable crise de confiance du consommateur chinois lui-même. Les classes moyennes urbaines notamment voyaient aussi se profiler une crise de l'immobilier qui s'ajoutait à la chute des cours boursiers pour amplifier la baisse de leur consommation par le biais de l'effet de richesse bien connu.

Cette strangulation par la demande externe puis interne explique la sévérité assez inattendue du retour-

nement de l'activité. L'indice de la production manufacturière est ainsi passé d'un rythme à deux chiffres avant l'été 2008 à 8,2 % en octobre puis 5 % en novembre (7 % en octobre 1999 pour le précédent point bas lors de la crise asiatique). Certaines sources à Hong Kong (Goldman Sachs) ont même fait état d'un recul absolu de la production dans certaines régions très industrielles du nord-est et d'une croissance réelle plus proche de zéro en réalité.

L'entrée en récession de Taiwan et d'Hong Kong, véritables *proxies* de la santé de l'économie chinoise, sont des signes qui ne trompent pas. Dans ces deux pays, toutes les composantes de la croissance ont rompu leurs digues au 3^e trimestre 2008 avec une croissance annuelle tombée à +1,9 % pour Hong Kong et des commandes en recul de -0,2 % pour Taiwan dès octobre 2008.

La Chine continentale dispose toutefois de deux atouts : un trésor de guerre de 2 000 milliards de dollars de réserves de change (plus de 50 % du PIB), et une réelle marge de manœuvre fiscale du gouvernement central avec un léger excédent fis-

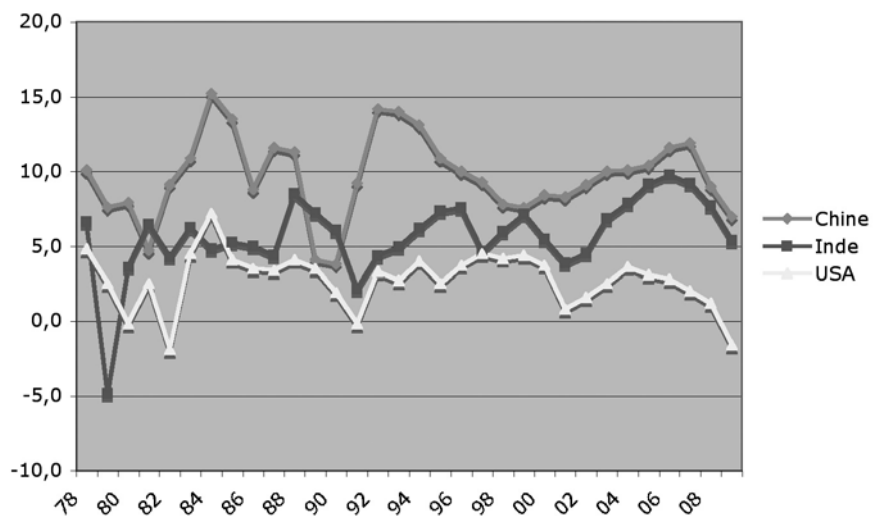
* Auteur de "L'économie de l'Inde", collection Repères, La Découverte.

cal en 2007 (+0,3 %). Sur le plan de la politique monétaire, en effet, le ralentissement de l'inflation autour de 4 % (avec des chutes de 30 à 40 % des prix dans le ciment ou l'acier par exemple) a permis à la Banque centrale de poursuivre sa baisse des taux avec 11 baisses consécutives en quelques mois. Mais tous les experts s'accordent à dire que la politique monétaire est peu efficace dans un pays aussi insensible à la contrainte de solvabilité et encore peu ouvert au crédit à la consommation.

Pour arrêter la spirale dépressive, les autorités de Pékin ont donc annoncé fin novembre un programme typiquement keynésien de 4 000 milliards de yuan sur deux ans (près de 600 milliards de dollars et environ 15 % du PIB). Plutôt très bien reçu dans le monde juste à la veille du sommet du G20 à Washington fin novembre, le programme chinois bute moins sur la ressource fiscale que sur deux risques. : un surinvestissement inefficace et le non-redéploiement de la croissance au profit réellement de la consommation intérieure. Le taux d'investissement de la Chine pourrait ainsi bondir à 50 % du PIB et la ruée des autorités provinciales ou sectorielles à Pékin fin novembre exhibant des projets représentant en fait le double du programme annoncé peut faire craindre le pire. On cite ainsi le programme de 400 milliards de yuans sur deux ans de l'aviation civile pour construire 50 nouveaux aéroports et en rénover 78.

Finalement, l'interrogation ne porte pas sur le ralentissement de l'économie chinoise, qui devrait connaître selon toute probabilité un retournement autour de 6-7 % officiellement et donc 4-5 % en termes réels, mais plutôt sur trois autres questions : est-ce le moment de la crise financière chinoise annoncée par tant d'experts dont l'américain Nicolas Lardy ? La stabilité sociale et notamment dans les campagnes et auprès des jeunes urbains au chômage effectif tiendra-t-elle ? Enfin, le redéploiement structurel du régime de croissance chinois pour se mettre en phase avec une économie plus mûre, et notamment l'inversion de sa pyramide des

Chine-Inde : cycles de croissance globaux depuis 1978



Sources : FMI, prévisions Goldman Sachs.

âges et le renforcement de la qualité de sa croissance, aura-t-il lieu au cours de ce grand trou d'air ? Mon sentiment serait plutôt : non, oui et oui. Voilà ce qui sera à surveiller dans les mois à venir car le monde n'a pas besoin en effet d'une crise chinoise actuellement.

Inde : entre trou d'air et crise des paiements

La trajectoire indienne est bien différente. En deux mois, le discours sur le découplage vis-à-vis de l'occident semble s'être inversé au profit cette fois d'un risque de découplage de l'Inde sous la forme d'une nouvelle crise des paiements comme elle en a connu en 1991. Comment en est-on arrivé là ?

La brutalité de l'inversion du découplage est apparue quasiment le jour même que la faillite de Lehman Brothers. Sur fond d'une inflation à deux chiffres et d'une baisse graduelle de la production industrielle, une véritable paralysie du système financier va progressivement se produire. L'effondrement de la Bourse (-60 % par rapport au pic de janvier 2008) par retrait des investisseurs étrangers sera suivi début novembre d'une crise de liquidité affectant notamment la première banque privée du pays (ICICI Bank) puis l'ensemble des banques et établissements finan-

ciers non bancaires (non-bank financial institution – NBFII). L'injection massive de liquidités par la banque centrale sera, hélas, rapidement absorbée soit pour rembourser les emprunts extérieurs comme le montrent les sorties rapides de réserves de change, soit en bons du trésor pour se protéger des risques de mauvaises créances. Une véritable crise

“ En deux mois, le discours sur le découplage vis-à-vis de l'occident semble s'être inversé au profit cette fois d'un risque de découplage de l'Inde sous la forme d'une nouvelle crise des paiements comme elle en a connu en 1991. ”

de confiance s'est alors emparée de tous les opérateurs de marché. Alors que les robinets du financement extérieur s'étaient déjà refermés depuis quelques mois, ceux du financement domestique se figeaient aussi provoquant un véritable *crunch* dans une économie dopée depuis plusieurs années.

Le cycle des affaires, déjà en retournement sensible depuis le pic de 2007, va alors connaître une accélération brutale comme va le révé-

ler une série de très mauvais indices publiés en novembre avant même l'attaque terroriste sur Bombay (le 26 novembre).

Côté externe, les exportations ont brutalement reculé de 12 % en octobre et même de -25 % pour les secteurs traditionnels comme l'habillement ou la bijouterie qui fournissent des millions d'emplois en Inde (38 pour l'habillement). La sous-traitance informatique, où l'Inde a acquis une véritable reconnaissance avec 65 % du marché international, n'est pas épargnée.

Côté marché domestique, hormis l'agriculture qui a encore connu une bonne année, tous les grands secteurs publiaient des résultats dignes d'une dépression. Le transport aérien faisait état de surcapacités de 40 % alors que des dizaines d'avions commandés s'accumulaient chez les constructeurs comme Airbus. Les ventes de voitures et de deux-roues se sont subitement écroulées après septembre : -20 à -30 % avec parfois un creux de 80 % comme pour le constructeur Mahindra, partenaire de Renault. Touchée par le même rationnement du crédit et l'impression de surcapacités importantes, la production de camions était diminuée de moitié chez les deux constructeurs Tata et Ashok Leyland provoquant une mise en chômage technique de trois jours sur cinq pour éviter l'accumulation de stocks. De leur côté, des milliers de sous-traitants mettaient la clé sous la porte dans un pays où 98 % de la main d'œuvre ressort du secteur dit "inorganisé", c'est-à-dire bénéficiant de faibles ou d'aucune garanties sociales.

Quelle peut être l'évolution de l'économie indienne dans les prochains mois ?

Deux scénarios semblent se présenter. Le premier est bâti autour d'un enchaînement dangereux comme le pays en a connu dans le passé et dont l'attaque terroriste sur Bombay est une bonne illustration des interférences politiques extérieures et intérieures (élections générales

Quelques indicateurs d'équilibre budgétaire et extérieur pour Inde-Chine

	2001-05	2006	2007	2008 p	2009 p
CHINE					
Solde budgétaire % PIB	-1,9	-1,3	0,3	-0,5	-2
Solde commercial (Mds US\$)	63,2	217,7	278,9	281,6	195,6
Exportations (Mds US\$)	477,2	969,7	1 188,6	1 387,4	1 542,5
Importations (Mds US\$)	414	751,9	909,6	1 105,8	1 346,9
Solde courant (Mds US\$)	65,7	248,1	315,2	299,8	214,5
En % PIB	3,8	9,4	9,7	7,1	4,3
Réserves de change (Mds US\$)	471,8	1 072,8	1 530,3	1 980,3	2 210,3
Dette extérieure totale	221,9	323,3	373,6	385,6	398,6
Dont à court terme (Mds US\$)	86	168,6	212,3	227,3	243,3
INDE					
Solde budgétaire % PIB	-4,7	-3,5	-3,1	-3,5	-3,2
Solde commercial (Mds US\$)	-24,3	-63,2	-90,1	-129,8	-135,5
Exportations (Mds US\$)	71	128,1	158,5	199,5	252,6
Importations (Mds US\$)	95,3	191,3	248,5	329,3	388,1
Solde courant (Mds US\$)	2,3	-9,8	-17,4	-31,4	-18,7
En % PIB	0,4	-1,1	-1,5	-2,6	-1,3
Réserves de change (Mds US\$)	103,1	192,4	282,9	300,7	346
Dette extérieure totale	129,5	181,9	194	205,7	217,3
Dont à court terme (Mds US\$)	15	23,2	26,7	29,7	32,7

Sources : Goldman Sachs, novembre 2008.

début 2009). Dans un contexte économique dépressif, le programme de relance présenté par le gouvernement central début décembre 2008 ne convainc pas et il ne modifie pas les anticipations des acteurs aussi bien étrangers que domestiques. Le risque bien réel est alors celui d'une spirale de défiance qui pourrait conduire à une crise des paiements au cours de l'année 2009. Il suffirait alors d'une mauvaise mousson, comme on n'en a pas vu depuis cinq ans, phénomène exceptionnel, pour que la dernière résistance de l'économie réelle tombe avec un PIB crevant le plancher de 3-4 %.

Un scénario moins noir verrait le retournement cyclique contenu grâce à la crédibilité du plan de relance de décembre et une nouvelle équipe gouvernementale sortie des urnes en avril-mai avec une majorité claire. Cela suppose aussi que la crise glo-

bale s'estompe dès l'été 2009 et que la confiance revienne progressivement en dépit des faillites et restructurations incontournables après les excès de la bulle de crédit.

Finalement, comme pour la Chine, l'Inde n'évitera donc pas la crise, qui de globale est aussi devenue "locale". Il faudrait, par contre, que la crise soit l'occasion pour l'Inde de s'attaquer sérieusement aux vrais obstacles qui l'empêchent d'atteindre un régime de croissance soutenable autour de 7-8 % dans les dix prochaines années de pic de sa transition démographique. Problèmes bien mis en lumière dans le dernier best-seller du grand patron d'Infosys, Nandan Nilekani, "Imagining India" : capacité et gouvernance administrative, éducation de masse, urbanisation contrôlée, et enfin création d'un véritable marché intérieur intégré. ■