



Analyse thématique — T4 2021
Ralentissement en Chine

Un freinage contrôlé?

Ralentissement contrôlé en Chine?

Selon les données publiées le 18 octobre par Pékin, la croissance économique chinoise aurait ralenti beaucoup plus fortement qu'attendu. En effet, au cours du 3^e trimestre, en glissement annuel, le PIB aurait décéléré à 4.9%, contre 7.9% au 2^e trimestre, le rythme le plus faible depuis le début de la crise du Covid. Pire, en variation trimestrielle, le PIB a stagné à 0.2%, selon Capital Economics. La deuxième économie mondiale est confrontée à des chocs conjoncturels et structurels. La consommation des ménages est restée plombée par les restrictions liées au Covid qui ont limité les déplacements et le tourisme l'été dernier. Du côté de la production, les exportations sont restées bien orientées. Mais les entreprises font face, suite au très vif rebond de l'activité, à des pénuries (composants électroniques entre autres) et à des goulets de production. En particulier, les coupures d'électricité liées à une pénurie de charbon (politique gouvernementale de décarbonisation de l'économie) dans plus de 20 provinces ont provoqué l'arrêt de la production de milliers d'entreprises. En dépit d'une augmentation des quotas d'importation de charbon et de

Fig. 1: PIB volume
Source: SG

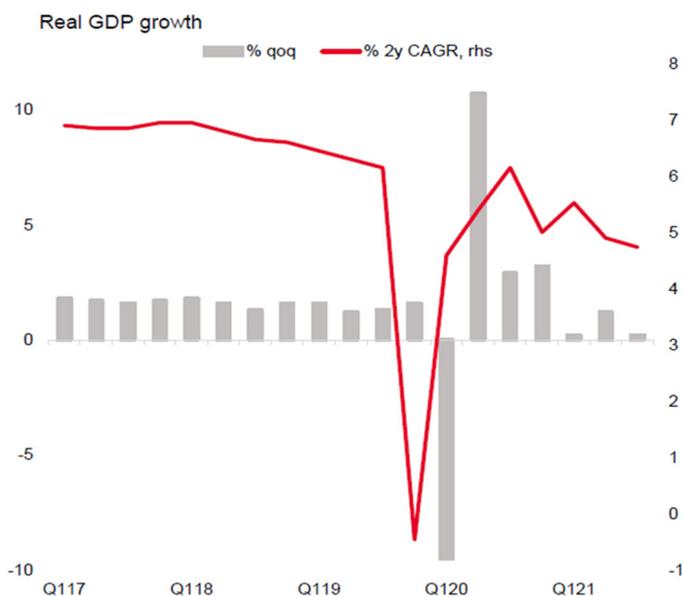
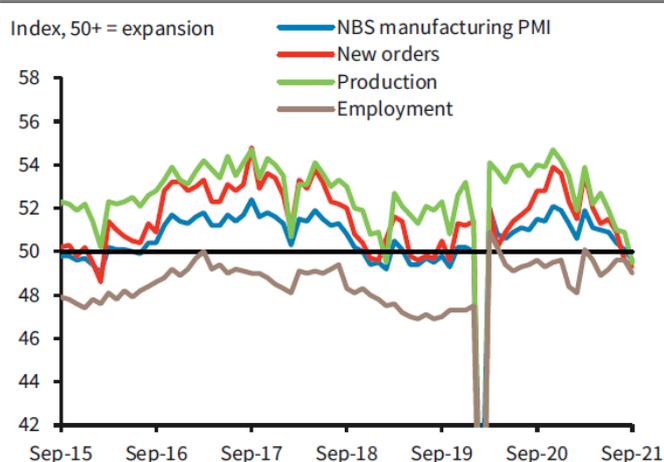


Fig.2: Indices PMI manufacturiers
Source: Barclays



l'autorisation d'augmenter les prix de vente de l'électricité, les centrales thermiques au charbon continuent de fonctionner au ralenti. Parallèlement, et de manière plus structurelle, le secteur de l'immobilier résidentiel subit les conséquences de la politique gouvernementale de réduction de l'endettement du secteur privé avec une baisse des mises en chantier et des ventes de logements ces derniers mois. Or, ce secteur compte directement et indirectement pour 30% du PIB. Et la quasi faillite d'Evergrande ne fait que rajouter de l'incertitude et de la confusion à une situation déjà compliquée. Avec la normalisation progressive de la consommation mondiale, les exportations devraient ralentir au cours des prochains mois et on ne voit pas pour l'instant de relai de croissance domestique. Pour autant, le PIB devrait progresser de 6% cette année laissant du temps aux autorités pour continuer à abaisser le taux d'endettement de l'économie. Depuis le début de l'année, on observe un net ralentissement des nouveaux crédits et en rythme instantané, on est proche d'une croissance zéro. Compte tenu d'une croissance économique qui reste positive, le taux d'endettement devrait donc reculer. Mais les autorités doivent désormais affiner le réglage de l'activité sans provoquer sa contraction.



Le ralentissement, un objectif de politique économique

Si le ralentissement de l'activité a surpris par son ampleur au 3^e trimestre, celui-ci n'est pas nouveau. En effet, la croissance ralentit en Chine depuis plusieurs mois. Ce ralentissement est un objectif de politique économique, notamment pour abaisser le niveau d'endettement des entreprises privées et semi-privées, mais également des autorités locales et régionales. En effet, les entreprises publiques et les autorités locales ont utilisé des crédits pour financer des investissements peu rentables économiquement et ont fait exploser le taux d'endettement du pays, générant des risques importants pour l'ensemble du pays. Le désendettement actuel touche avant tout le secteur immobilier, les autorités locales et les entreprises semi-publiques non rentables.

Mieux contrôler et encadrer le crédit

La « dette de l'ombre » (shadow debt), qui n'est pas contrôlée directement par les autorités monétaires, est une cible prioritaire du gouvernement. En effet celle-ci a augmenté de manière incontrôlée pour atteindre des sommets ces dernières années. Par ailleurs, les taux d'intérêt se sont nettement tendus depuis mai 2019 pour les emprunteurs les moins bien cotés, de sorte que des risques de défauts de paiement sont apparus. Pour éviter tout risque d'effet domino, les autorités ont donc décidé de nettoyer les « écuries ». Evidemment, ceci n'était pas possible pendant la phase aigüe de la pandémie, ni durant la période de récupération. L'Etat-Parti veut mieux maîtriser les crédits via les leviers des autorités financières, de la banque centrale et des banques commerciales, mais également les autres canaux de distribution de crédits, comme la plateforme en ligne AliPay.

Fig.3: Prix de l'immobilier résidentiel

Source: Barclays

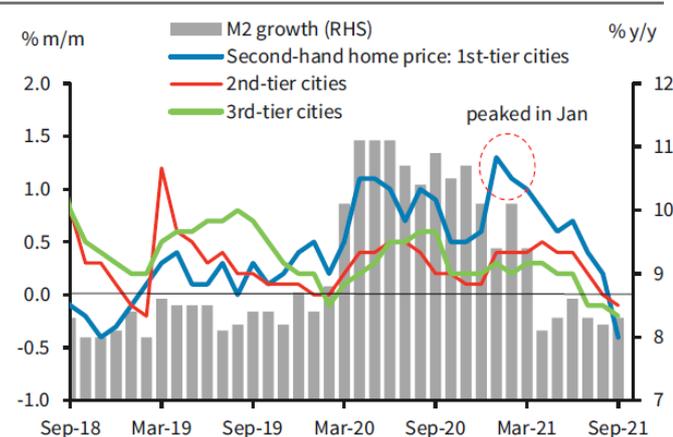
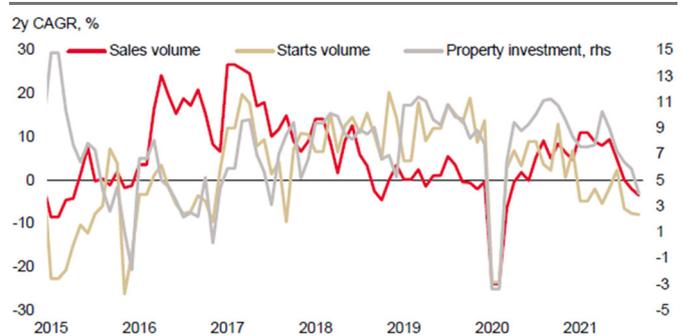


Fig.4: Marché immobilier résidentiel

Source: SG



Redistribution et réduction des inégalités

Par ailleurs, et parallèlement, le gouvernement veut rééquilibrer la croissance en faveur des classes sociales les moins aisées par le biais de la consommation privée, des services et des gains de productivité, notamment par une incitation à des investissements productifs. Un autre facteur de ralentissement vient de la nouvelle politique dite « prospérité commune » visant à une redistribution des richesses et un retour aux valeurs « socialistes ». Le Parti communiste au travers de la « prospérité commune » spirituelle et matérielle accentue donc le virage à gauche et l'emprise de l'Etat-Parti sur l'économie et la société.

Mais le virage de « s'enrichir d'abord » de Deng Xiaoping à la « prospérité commune » de Xi Jinping devrait également avoir des conséquences sur l'économie au travers d'un possible ralentissement des investissements des entreprises dans un climat d'incertitude. En effet, les moyens pour y parvenir restent discutables comme la « disparition » d'entrepreneurs, la suppression des jeux en ligne, etc. ce qui renforce le risque de tout investissement pour les entreprises du secteur des technologies.

Toutefois, il n'en reste pas moins que la Chine est l'un des pays les plus inégalitaires du monde. En effet, les 1% les plus riches détiennent près de 31% de la richesse du pays et 225 millions de personnes vivent avec moins de 5.50 dollars par jour. Par ailleurs, le vieillissement accéléré de la population nécessite un transfert du pouvoir d'achat vers les classes moyennes pour soutenir la consommation à moyen terme. Pour arriver à leurs fins, les autorités chinoises n'ont pas choisi les mêmes outils que les pays industriels, à savoir les leviers fiscaux, budgétaires, la politique sociale ou les retraites. En effet, pour l'instant seules les entreprises privées et les personnes les plus riches sont la cible du « partage des richesses ».

Néanmoins, dans plusieurs secteurs, l'application de ces mesures n'est pas inutile compte tenu des situations de monopole et d'absence totale de concurrence. En particulier dans le secteur financier, les nouvelles règles devraient permettre une meilleure maîtrise des crédits, comme dans le cas d'AliPay, pour éviter les excès d'endettement de ces dernières années.

Plusieurs facteurs conjoncturels accélèrent le ralentissement

Parallèlement aux politiques économiques et monétaires, des facteurs externes ont fait encore accélérer le ralentissement de l'activité. D'abord le secteur de l'immobilier résidentiel est impacté par les grandes difficultés et la faillite probable de la société Evergrande dont le passif dépasse 300 milliards de dollars et dont la dette est supérieure à 90 milliards. Le deuxième facteur est la pénurie d'électricité qui perturbe la production manufacturière, mais également le secteur des services. Ces pénuries ont comme origine, comme dans les pays industriels, un redémarrage trop brutal de la croissance qui est ressortie à 12.7% au premier semestre. Parallèlement, la régulation des prix de vente de l'électricité dans un contexte de forte hausse des cours du charbon ne permet pas aux opérateurs de répercuter ces hausses à la vente. De nombreuses centrales électriques thermiques au charbon ont donc été arrêtées pour éviter de générer des pertes. Enfin, alors que 60% de la production d'électricité est issue du charbon, une plus stricte application des normes environnementales a fait fermer d'autres unités de production en fonction de l'intensité énergétique des régions. Au total, l'offre d'énergie a été réduite dans un contexte de hausse de la production manufacturière. Les coupures d'électricité vont avoir un impact rapide et direct sur la production manufacturière. Mais il ne s'agit que d'un impact conjoncturel et pas de long terme. Dans les faits, la production a reculé en octobre selon les indicateurs PMI.

Fig.5 : Evolution du crédit

Source: SG

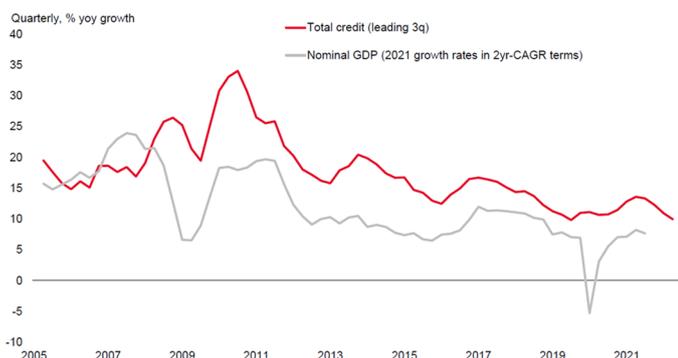
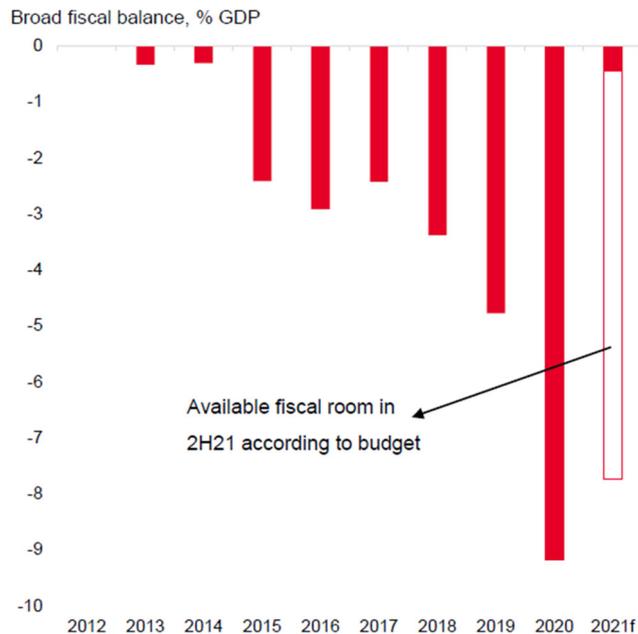


Fig.6 : Déficit budgétaire et budget

Source SG



Il s'agit de la première contraction de l'activité depuis le début de la pandémie en février 2020. Les coupures d'électricité n'expliquent évidemment pas tout, car l'activité ralentissait déjà avant. Les pénuries de matériaux, les retards de transport et la hausse des prix des matières premières impactent la production industrielle depuis plusieurs semaines. A court terme, les perspectives de croissance de l'activité ne sont donc pas bonnes et le 4e trimestre devrait être encore marqué par le net ralentissement à 3.5% environ.

Une politique économique en mode soutien

En dépit de la politique de désendettement et de restriction de crédits, la banque centrale devrait procéder à un assouplissement d'ici la fin de l'année avec une baisse conjointe des ratios obligatoires de réserve des banques et du taux directeur de 10 points de base. Des baisses d'impôts devraient également intervenir pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages. Dans tous les cas, les recettes fiscales générées par le rebond de l'activité fin 2020 et début 2021 permettent une marge de manœuvre importante pour le gouvernement en cas de besoin. La bulle des crédits immobiliers devait être circonscrite. Mais vouloir en même temps concilier réduction de l'endettement et des émissions de CO2 et corriger les inégalités sociales semble relever de la quadrature du cercle.