

Chine

Le casse-tête de la politique économique

Le ralentissement de la croissance s'est poursuivi au premier trimestre 2015, la politique économique devient de plus en plus accommodante et la tâche des autorités de plus en plus compliquée. Des pressions à la baisse sur le yuan sont apparues suite notamment à la forte appréciation de son taux de change effectif depuis mi-2014, et les sorties nettes de capitaux sont venues compliquer les actions de la banque centrale visant à assouplir les conditions de crédit. Sur le plan budgétaire, la politique expansionniste est gênée par la détérioration des sources de financement des collectivités locales.

■ Le ralentissement se poursuit

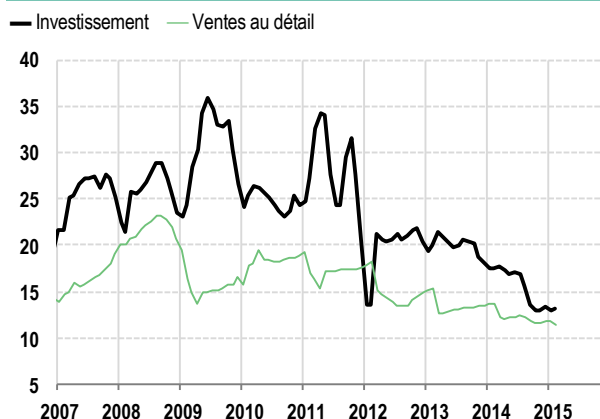
La croissance a continué de ralentir au T1 2015, les indicateurs d'activité de janvier-février signalant la faiblesse de la demande interne (*graphique 1*). La progression des ventes au détail a légèrement fléchi, en valeur comme en volume : les effets négatifs de la campagne anti-corruption, de la correction du marché immobilier et de la moindre hausse des revenus des ménages l'an dernier l'ont emporté sur les effets positifs escomptés de la hausse des cours boursiers et de la baisse des prix de l'énergie sur le pouvoir d'achat des consommateurs (même s'il reste réglementé, le prix de détail des carburants a fortement chuté depuis l'été 2014). L'investissement affiche ses taux de progression les plus bas depuis l'année 2000. Dans le secteur manufacturier, le ralentissement de l'investissement s'est poursuivi en réponse à la dégradation des profits des entreprises industrielles et au processus d'ajustement dans des secteurs qui, soit, sont en surcapacité, soit, perdent en compétitivité sur leurs marchés à l'export. Ces facteurs baissiers devraient persister dans les prochains mois. Dans le secteur immobilier, la croissance de l'investissement est restée faible et la correction sur les prix et les transactions s'est aggravée. Après avoir chuté de 8% en 2014, les volumes de ventes ont encore reculé de 16% sur les deux premiers mois de 2015, et la baisse moyenne des prix des logements a dépassé 5% en g.a.

Les importations de marchandises se sont également effondrées en janvier-février (-20% en g.a. en dollars courants), certes principalement du fait de la chute des cours des matières premières, mais aussi d'effets volume négatifs pour un certain nombre de produits (par exemple l'acier, les équipements de télécommunication ou l'automobile). Les exportations se sont quant à elles soudainement redressées (+15% en janvier-février), mais cette amélioration reste à confirmer. La performance des exportations pourrait en effet pâtir de la reprise toujours fragile de la demande mondiale et de la forte appréciation du taux de change effectif réel du yuan depuis l'été 2014.

La croissance du PIB réel, qui s'est établie à 7,4% au S1 2014 et 7,3% au S2, devrait continuer de ralentir au S1 2015. Nous maintenons notre prévision de croissance à 6,8% pour 2015. Les risques baissiers semblent néanmoins s'être accrues depuis le début de l'année, comme le suggère le dernier indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier : le

1- Faiblesse de la demande interne

Variation annuelle en valeur, moyennes mobiles sur 3 mois, %



Sources : CEIC, NBS

PMI Flash de HSBC/Markit, après être monté à 50,7 fin février, a rechuté à 49,2 fin mars. Notre scénario central (de ralentissement toujours graduel de la croissance) sera possible en 2015 si l'environnement international devient durablement plus porteur et si les mesures d'assouplissement de la politique économique chinoise parviennent à soutenir la demande interne.

■ Efficacité incertaine de la politique monétaire

La banque centrale (PBOC) a progressivement assoupli sa politique monétaire depuis l'automne : les taux d'intérêt de référence ont été abaissés fin novembre, puis fin février (le taux sur les prêts à un an est passé de 6% à 5,35% et celui sur les dépôts de 3% à 2,5%) ; les coefficients de réserves obligatoires ont tous été réduits de 50pb en février (à 19,5% pour les grandes banques) ; et la PBOC a régulièrement injecté des liquidités depuis septembre, via des opérations d'*open-market* ou des lignes de prêts ciblées à des institutions financières afin d'encourager le crédit à certains secteurs.

D'autres actions sont attendues au cours des prochains mois, mais la tâche des autorités est particulièrement compliquée car elles cherchent à soutenir l'activité tout en continuant à limiter la hausse de la dette interne, à décourager les transactions spéculatives sur le marché immobilier et à contenir les risques de crédit. D'ailleurs, si la progression de l'encours des prêts bancaires commerciaux s'est redressée



très légèrement (+14,1% en g.a. en février 2015 contre 13,6% en décembre 2014), celle de l'ensemble des financements à l'économie a continué de ralentir (13,7% en février contre 14,3% en décembre) sous l'effet de la contraction du *shadow banking*. L'activité de crédit reste en effet contrainte par les perspectives peu favorables des secteurs manufacturier et immobilier, mais aussi par une aversion au risque croissante de la part des institutions financières dans un contexte de resserrement du cadre réglementaire et de hausse rapide de leurs créances douteuses (+42% entre fin 2013 et fin 2014). En outre, la désinflation continue de faire monter les taux d'intérêt réels. L'inflation des prix à la consommation a encore ralenti à 1,1% en moyenne en janvier-février, contre 1,5% en décembre, et cette tendance devrait persister à court terme.

Enfin, les conditions de liquidité sont restées relativement restrictives malgré les actions de la banque centrale, comme en témoigne la montée des taux repo sur le marché interbancaire d'octobre à fin février. L'explication se trouve du côté de la balance des paiements: après avoir enregistré des entrées nettes de capitaux durant plus d'une décennie, la Chine a affiché des sorties nettes en 2012, puis en 2014 et début 2015 (en particulier sous forme d'achats d'actifs en devises par les entreprises chinoises). En compensant une large partie des entrées de devises liées aux excédents courants et en limitant l'accumulation des réserves de change de la PBOC, les sorties nettes de capitaux ont eu un effet restrictif sur les conditions monétaires locales.

■ Nouveau cap pour la politique de change

Conséquence du dollar fort et d'un régime de change contrôlé, le yuan s'est fortement apprécié en termes effectifs depuis mi-2014. Dans ce contexte, les anticipations de dépréciation du taux de change nominal CNY/USD et les sorties nettes de capitaux se sont auto-entretenues. Les pressions à la baisse sur le yuan se sont accentuées entre décembre et mars, le taux spot se rapprochant rapidement de la limite de la bande de fluctuation autorisée (*graphique 2*). En réaction, la PBOC est intervenue sur le marché (ce qui a contribué à la baisse de ses réserves) et n'a laissé la parité centrale se déprécier que

très lentement. Les pressions sur le yuan se sont atténuées ces derniers jours suite au recul du dollar, mais pourraient vite ré-émerger au vu des évolutions de change attendues chez les partenaires commerciaux de la Chine (hausse du dollar, baisse de l'euro et des monnaies asiatiques). Les autorités pourraient bien trouver dans une dépréciation (limitée) du yuan un moyen d'aider le secteur exportateur et de participer aux efforts de relance – à condition, cependant, qu'elle n'aggrave pas les sorties de capitaux dont les effets seraient contraires à ceux escomptés. Au final, nous tablons sur une baisse du yuan de près de 3% contre dollar entre fin 2014 et fin 2015.

■ La relance budgétaire dépendante des réformes

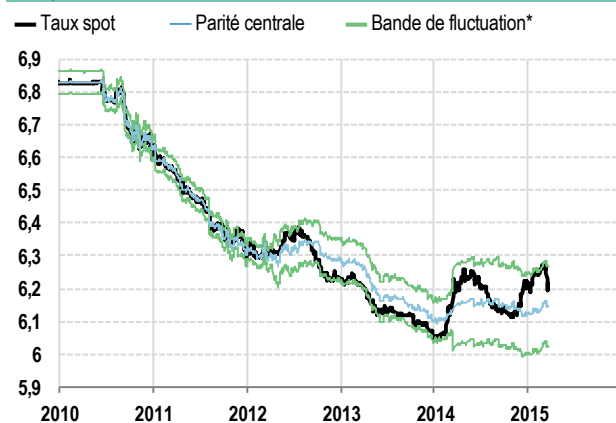
Le gouvernement souhaite maintenir une politique budgétaire expansionniste et le développement des infrastructures continuera de soutenir l'investissement en 2015. Néanmoins, la tâche des autorités est là encore de plus en plus compliquée, du fait de la dégradation des sources de financement des collectivités locales. Les recettes fiscales et des ventes de terrains sont pénalisées par le ralentissement de l'activité et la crise de l'immobilier. Parallèlement, les emprunts bancaires via les "véhicules de financement" doivent, d'après les réformes récemment annoncées, être progressivement éliminés et partiellement refinancés par des émissions obligataires. Ces changements sont positifs, puisqu'ils doivent permettre d'allonger la maturité de la dette, de réduire son coût et de contenir les risques de défaut. Néanmoins, d'autres réformes, visant notamment à redistribuer les recettes fiscales entre gouvernement central et collectivités ou à développer les financements des projets d'investissement par PPP, seront nécessaires pour palier les difficultés financières des collectivités et faciliter les mesures de relance budgétaire.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

2- Evolution du taux de change

CNY per USD



Sources : Reuters, BNP Paribas. * $\pm 2\%$ autour de la parité centrale depuis mars 14.

Prévisions

	2013	2014	2015f	2016f
PIB réel, variation annuelle, %	7,7	7,4	6,8	6,5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2,6	2,0	0,8	1,6
Solde budgétaire, % du PIB	-2,0	-2,1	-2,4	-2,8
Dette du gouvernement central, % du PIB	17,9	18,4	19,5	20,8
Balance courante, % du PIB	1,9	2,1	2,6	2,7
Dette externe, % du PIB	9,1	9,6	9,8	9,5
Réserves de change, mds USD	3 821	3 843	3 788	3 919
Réserves de change, en mois d'imports	20,9	20,4	19,1	18,3
Taux de change CNY/USD (fin d'année)	6,1	6,1	6,4	6,5

f : Prévisions : BNP Paribas.