

PREMIERS SIGNES DE RESSERREMENT DES CONDITIONS DE CRÉDIT

La croissance chinoise a atteint 2,3% en 2020. Le rebond de l'activité depuis mars a été rapide et s'est étendu progressivement de l'industrie aux services. L'investissement, surtout tiré par les projets d'infrastructures et immobiliers, devrait se renforcer dans le secteur manufacturier, encouragé par la solide performance des exportations. Enfin, la consommation privée, bien que toujours à la traîne, se redresse plus vivement depuis l'été. Alors que la politique budgétaire devrait continuer de soutenir la demande à court terme, les autorités monétaires réajustent leurs priorités. Les conditions de crédit commencent à être resserrées via de nouvelles normes prudentielles. Une hausse des défauts des entreprises devrait accompagner les efforts d'assainissement du secteur financier.

L'activité économique a connu un rebond en forme de V depuis la sortie du confinement du pays en mars dernier. Après s'être contracté de 10% entre le T4 2019 et le T1 2020, le PIB réel a récupéré en un trimestre tout le terrain perdu (+11,6% au T2 en rythme trimestriel). Il a ensuite progressé de 3% au T3 et de 2,6% au T4 (rythmes trimestriels). En outre, le redressement s'est étendu progressivement. La reprise de l'activité a d'abord été tirée par la production industrielle et l'investissement dans les infrastructures publiques et l'immobilier grâce aux mesures de relance des autorités. Le secteur exportateur a ensuite très largement bénéficié du rebond de la demande mondiale. Enfin, les services et la consommation privée ont gagné en vigueur depuis l'été. Sur l'ensemble de l'année 2020, la croissance du PIB réel s'est établie à +2,3%.

La crise liée à l'épidémie de Covid-19 a toutefois laissé des traces. En particulier, la consommation privée est encore loin d'un retour à la normale, les ménages ayant été fragilisés en début d'année par la dégradation du marché du travail et la baisse de leurs revenus. En outre, les difficultés financières des entreprises se sont fortement accrues alors que leurs niveaux d'endettement sont excessivement élevés. Les risques de crédit augmentent et les défauts sur les prêts bancaires et sur le marché obligataire sont amenés à se multiplier. Les autorités ont commencé à ajuster leur politique de crédit, afin de redonner la priorité à la maîtrise des risques d'instabilité dans le secteur financier sans pour autant pénaliser le redressement de l'activité.

REBOND EN V DE L'ACTIVITÉ

Le redressement de l'économie est resté solide au cours des derniers mois de 2020 (graphique 1). Du côté de l'offre, la croissance de la production industrielle, qui avait redémarré dès les premières mesures d'allègement du confinement en mars, a accéléré continuellement pour atteindre 7,3% en glissement annuel (g.a.) en décembre. Sur l'ensemble de 2020, la production industrielle a été 2,8% supérieure à son niveau de 2019 en volume (+1% en valeur étant donné la baisse moyenne de 1,8% des prix à la production). Dans le secteur des services, le redémarrage a été beaucoup plus tardif, mais l'activité a fortement accéléré depuis septembre. Après l'effondrement du T1, la croissance des services est passée de -0,4% en g.a. au T2 à +4,3% au T3, pour finalement dépasser celle de la production industrielle au T4 (+7,7%). Bien que l'activité tertiaire ait légèrement marqué le pas en décembre, les services devraient reprendre en 2021 leur place de principal moteur de croissance.

L'accélération dans les services a accompagné le regain de vigueur de la consommation privée. Alors que le commerce par internet s'est rapidement renforcé dès le T2, la reprise des ventes au détail a d'abord été très hésitante et ne s'est consolidée que depuis la fin de l'été (atteignant +5% en g.a. au T4 2020). Sur l'ensemble de l'année, les volumes de ventes au détail étaient encore près de 5% inférieurs à leur niveau de 2019.

PRÉVISIONS

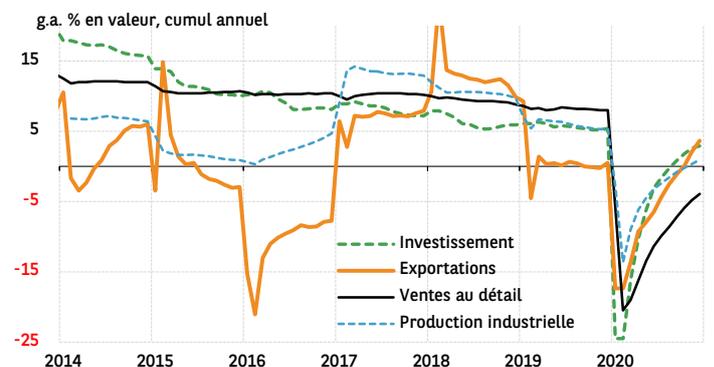
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	6.1	2.3	9.5	5.3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2.9	2.5	2.3	2.8
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2.8	-3.6	-3.0	-3.0
Dette du gouvernement central, % du PIB	17.0	19.5	20.6	22.0
Balance courante, % du PIB	1.0	2.0	1.7	1.4
Dette externe totale, % du PIB	14.4	16.1	16.0	15.6
Réserves de change, mds USD	3 108	3 217	3 260	3 300
Réserves de change, en mois d'imports	15.0	16.5	15.5	15.0
Taux de change USDCNY (fin d'année)	7.0	6.5	6.4	6.5

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

REBOND EN V, VENTES AU DÉTAIL ENCORE À LA TRAÎNE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : NBS, CEIC

La confiance des ménages revient, aidée par l'amélioration du marché du travail et la baisse de l'inflation. Le taux de chômage urbain a diminué depuis mars pour atteindre 5,2% en novembre et décembre, soit le niveau de fin 2019. L'inflation des prix à la consommation a fortement reculé au cours de l'année 2020, passant de 5% en g.a. au T1 à 0,1% au T4, principalement sous l'effet de l'importante décélération des prix alimentaires après leur flambée dans les derniers mois de 2019 et premiers mois de 2020. L'inflation sous-jacente est également faible, mais stable (+0,5% depuis juillet contre 1,6% en moyenne en 2019).



La demande des ménages va continuer de se redresser, mais devrait rester en sous-régime encore quelque temps étant donné la hausse du nombre d'emplois précaires qui a accompagné la reprise du marché du travail, la progression limitée des revenus disponibles en 2020 (+2,1% en moyenne en termes réels, contre 5,8% en 2019) et les incertitudes persistantes quant à l'évolution de l'épidémie. En même temps, de nouvelles mesures visant à soutenir la consommation privée sont probables dès 2021, puisque son expansion reste un objectif prioritaire de la stratégie économique chinoise. Le Plan quinquennal pour 2021-2025, dévoilé à l'automne, définit en effet le marché intérieur comme un des piliers de la croissance. Les détails du Plan seront précisés en mars.

L'investissement s'est renforcé progressivement depuis le T2 2020, affichant une croissance de +2,9% sur l'ensemble de l'année. Il est resté principalement tiré par les projets d'infrastructures et immobiliers, bien que la croissance de ceux-ci ait commencé à fléchir légèrement. L'investissement manufacturier montre des signes de reprise, encouragé par la solide performance des exportations. Le rebond des ventes de marchandises depuis juin s'est en effet rapidement consolidé, atteignant une moyenne de +10% en g.a. en dollars courants sur la période juillet-octobre puis de +20% sur les deux derniers mois de l'année. La Chine a été en mesure de répondre à la forte hausse de la demande d'équipements et matériels médicaux, de biens technologiques et, plus récemment, d'autres biens de consommation courante tels que les jouets. Les perspectives d'exportation restent néanmoins incertaines, puisque dépendantes à la fois de la poursuite du redressement de la demande mondiale et donc de l'évolution de la pandémie, et des négociations commerciales à venir entre Washington et Pékin.

AJUSTEMENT PRUDENT DE LA POLITIQUE DE CRÉDIT

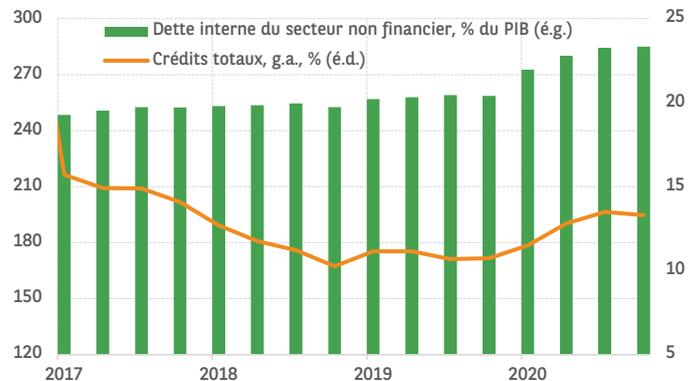
Alors que la politique budgétaire et l'investissement public devraient continuer de soutenir l'activité, les autorités ont entamé un durcissement sélectif de la politique de crédit. Étant donné le solide rebond de l'activité, les autorités monétaires peuvent en effet se permettre de réajuster leurs objectifs et de redonner la priorité à la maîtrise des risques financiers.

Le resserrement des conditions de crédit sera toutefois une opération délicate. D'une part, il ne devra pas entraver le redressement de l'économie ni aggraver les pressions déflationnistes. Pékin pourrait également souhaiter ne pas accentuer l'appréciation du yuan, qui a gagné 9% contre le dollar depuis fin mai. D'autre part, tout en encourageant un assainissement des pratiques de crédit, les autorités devraient continuer de soutenir les entreprises saines qui rencontrent des difficultés financières, et agir pour limiter les risques d'instabilité et les épisodes de stress dans le secteur financier.

L'action de la banque centrale (PBOC) sur les taux d'intérêt devrait par conséquent rester prudente. Ainsi, depuis avril, PBOC a maintenu son taux directeur inchangé (à 2,95%, après une baisse de 30 points de base en début d'année). Elle a laissé les taux monétaires remonter progressivement jusqu'en novembre (le taux repo à sept jours est passé de 1,5% en moyenne en avril à 2,3% en novembre), mais a inversé la tendance depuis décembre (le taux repo à sept jours s'est établi à 1,9% sur la première quinzaine de janvier). À très court terme, il est probable que PBOC s'assure d'apaiser les tensions sur les marchés monétaire et obligataire et de maintenir des niveaux de liquidité confortables dans le secteur financier.

En revanche, les autorités devraient durcir lentement les conditions de crédit en agissant sur le cadre prudentiel et en imposant plus de discipline aux acteurs financiers. Elles ont déjà récemment introduit des

NOUVELLE HAUSSE DES NIVEAUX D'ENDETTEMENT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : PBOC, BNP PARIBAS

règles visant à contenir l'endettement des promoteurs immobiliers, ainsi que signifié leur volonté d'encadrer davantage les activités de financement sur internet. Début décembre, elles ont annoncé un renforcement des normes prudentielles applicables aux banques considérées comme « *too big to fail* » - dont la liste devrait être allongée afin, notamment, d'accroître la surveillance des banques régionales. La croissance du crédit domestique, qui avait accéléré de 10,7% en g.a. fin 2019 à 13,7% en octobre, a fléchi sur les deux derniers mois de 2020.

MULTIPLICATION DES DÉFAUTS

Une multiplication des défauts des entreprises est attendue en 2021, à la fois conséquence de la crise de la Covid-19 et corollaire des efforts d'assainissement du secteur financier. La Chine est entrée dans la crise de la Covid-19 avec une dette excessivement élevée, estimée à 258% du PIB (dette interne du secteur non-financier à fin 2019). Des efforts de réduction des risques financiers ont été mis en œuvre en 2017-2019 (durcissement réglementaire, recul des activités du *shadow banking*, début de désendettement du secteur des entreprises), mais la crise du T1 2020 et l'assouplissement monétaire et réglementaire qui l'a suivie ont interrompu cette dynamique. L'excès de dette s'est aggravé : le ratio de dette sur PIB a augmenté d'environ 25 points de pourcentage en 2020 - après une hausse de 10 points sur les trois années précédentes (graphique 2).

Bien que les niveaux d'activité se soient normalisés dans la majorité des secteurs, nombre d'entreprises et de ménages restent fragilisés par les pertes financières du début d'année. Les conditions de crédit commencent à être resserrées et le poids du service de la dette devrait s'alourdir considérablement dans les prochains mois lorsque les mesures d'aide post-Covid (lignes de crédits, refinancements, rééchelonnements des remboursements) prendront fin. Dans le secteur bancaire, le ratio officiel de créances douteuses était de 1,96% au T3 2020, un niveau faible mais néanmoins en légère hausse. Les récents défauts d'entreprises sur les marchés obligataires locaux annoncent également les tendances à venir. Leur nombre devrait rapidement s'accroître. Surtout, la proportion d'entreprises publiques en défaut commence à augmenter, preuve d'une lente baisse du soutien implicite de l'État.

Achévé de rédiger le 18 janvier 2021

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com

