

RISK&OPPORTUNITIES

SG Etudes Economiques et Sectorielles

Chine: mission impossible

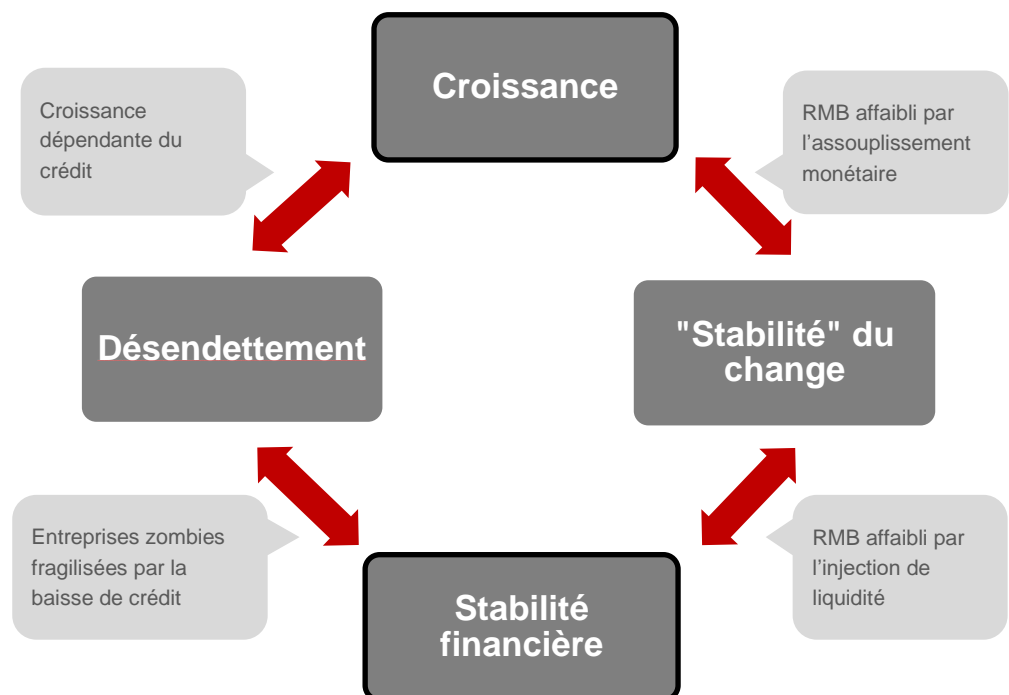
Bei XU
Economiste Asie

La politique économique semble poursuivre quatre objectifs différents : croissance, stabilité financière, stabilité du change et désendettement. Si cela n'est pas nouveau, le contexte est pourtant bien plus contraignant actuellement.

L'examen de ces objectifs deux par deux fait apparaître quatre contradictions, ce qui nourrit le scepticisme malgré des annonces en faveur de la croissance et des réformes.

Nous pensons que l'orientation de la politique économique devrait favoriser la croissance et de la stabilité financière sans pour autant totalement renoncer aux deux autres. Cela implique, au moins dans les deux ans à venir, un affaiblissement progressif du RMB ainsi qu'une pause dans le processus de désendettement. La croissance chinoise baisserait et se rapprocherait de 5% en 2022.

Objectifs et contradictions



Sources : SG Etudes Economiques et Sectorielles

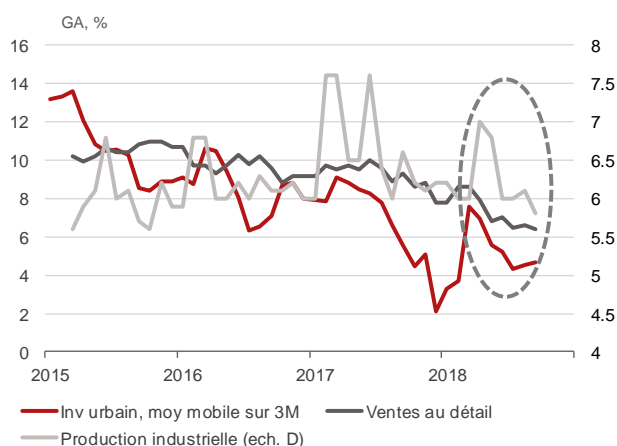
Objectifs de la politique économique

Les indicateurs de conjoncture montrent que l'ensemble de l'économie chinoise ralentit, de la consommation à l'investissement.

De plus, la tension commerciale avec les Etats-Unis introduit d'importantes incertitudes pesant sur les perspectives de croissance. L'indicateur PMI des commandes d'exportations est passé en-dessous de 50 (zone de contraction) même si les données de la douane ne montrent pas encore de fléchissement. Bien que la part des exportations dans le PIB ait légèrement reculé sur la dernière décennie, à 20% aujourd'hui, les exportations gardent une contribution significative à l'économie chinoise à travers l'investissement et la création d'emplois.

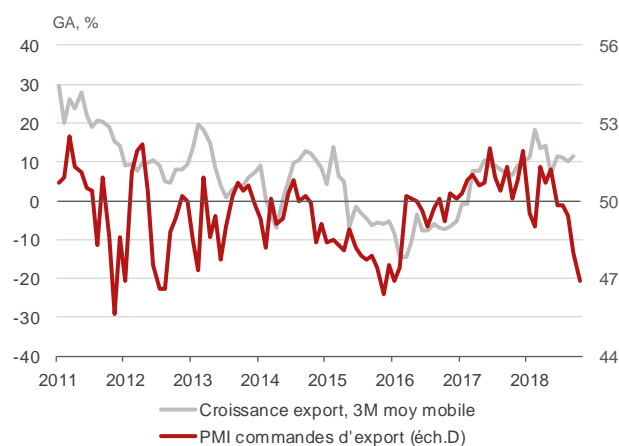
Le FMI a récemment abaissé sa prévision de croissance chinoise de 6,4% à 6,2% pour l'année 2019. Nous prévoyons également 6,2% pour l'an prochain depuis juin mais le risque que la croissance baisse plus rapidement que prévu augmente. Plusieurs séries de mesures visant à éviter un ralentissement brutal (hard landing) sont annoncées.

Ralentissement de l'activité économique



Sources : NBS, SG Etudes Economiques et Sectorielles

Perspectives d'exportations mal orientées



Sources : NBS, SG Etudes Economiques et Sectorielles

Le RMB s'est déprécié de 10% contre le dollar américain depuis avril 2018, devenant une des devises émergentes ayant le plus reculé face au billet vert. Face au risque de dépréciation, la PBoC a introduit des mesures visant à atténuer la pression. Depuis début août, un taux de réserves obligatoires à 20% lié aux transactions de dérivés de change a augmenté le coût d'un pari sur la baisse du RMB. Fin août elle a réintroduit un facteur contracyclique permettant de maintenir le fixing du jour à un niveau relativement stable. Si plus de flexibilité du taux de change est en ligne avec la réforme menée par la PBoC, cette dernière semble bien vouloir éviter une trop forte dépréciation du RMB pouvant entraîner une incitation à la sortie des capitaux. De plus, l'excédent courant – qui assure un apport structurel des flux de devises – tend à diminuer voire disparaître, soit un soutien de moins au RMB.

Du côté financier, le risque de crédit est orienté visiblement à la hausse, une conséquence retardée de la croissance rapide du crédit avec des pratiques peu regardantes sur la qualité intrinsèque des débiteurs et davantage selon la nature de son actionnariat. Compte tenu d'un ratio de dettes sur PIB à 260%, la stabilité financière est ainsi un objectif constant et le désendettement un objectif suivi assidûment.

En somme, éviter le ralentissement brutal, éviter une trop forte dépréciation du RMB, maintenir la stabilité financière et poursuivre le désendettement sont les quatre objectifs importants que les autorités chinoises devraient suivre. Si chacun des objectifs semble bien nécessaire compte tenu du contexte, suivre les quatre objectifs de façon simultanée est mission impossible car cela entraîne des contradictions qui sont au nombre de quatre.

Contradictions

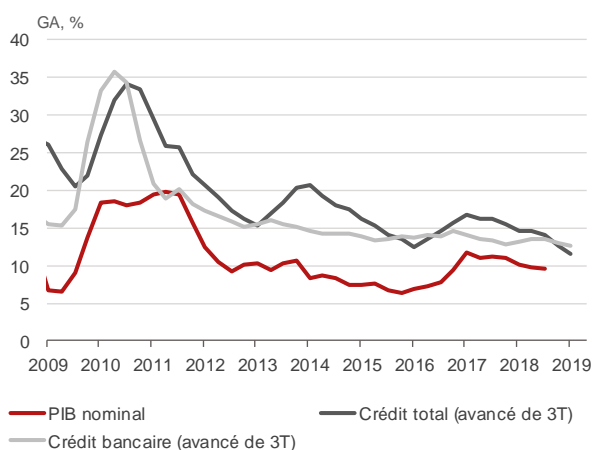
Contradiction N°1. Croissance VS. Désendettement

La croissance de l'économie est étroitement liée à celle du crédit. Sur les deux dernières années, la croissance du crédit, surtout celle du crédit non bancaire, a nettement ralenti avec la forte contraction du shadow banking. Les secteurs dépendant de ces sources de financement ont été les plus fortement impactés. C'est par exemple le cas des infrastructures dont l'investissement est en contraction depuis juin. Poursuivre le désendettement implique donc le ralentissement de la croissance toutes choses égales par ailleurs.

Contradiction N°2. Croissance VS. « Stabilité » du change

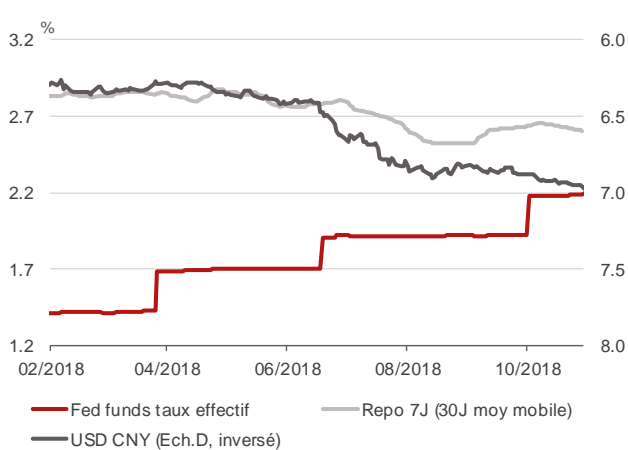
Afin d'éviter un ralentissement brutal de croissance, la politique monétaire tend à s'assouplir. Les taux d'intérêt du marché interbancaire tendent à baisser, réduisant l'écart de taux avec celui des Etats-Unis, orientés à la hausse. La divergence des politiques monétaires avec les Etats-Unis entraîne donc une pression à la dépréciation du RMB. Dans un contexte incertain, à l'instar de l'intensification de la tension commerciale avec les Etats-Unis, ce facteur de dépréciation pourrait contribuer à une surréaction du marché et donc une dépréciation plus importante que les autorités chinoises souhaitent éviter.

PIB nominal corrélé au cycle du crédit



Sources : PBoC, NBS, SG Etudes Economiques et Sectorielles

RMB plus faible dû à la divergence monétaire



Sources : PBoC, Fed, SG Etudes Economiques et Sectorielles

Contradiction N°3. Désendettement VS. Stabilité financière

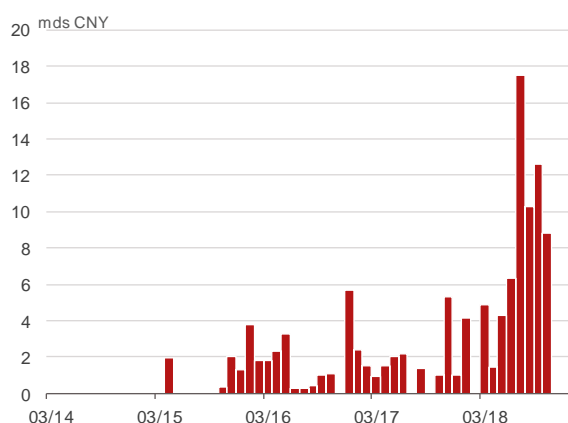
La dette de l'économie a grimpé plus de 100 points de PIB depuis la crise Lehman, ce qui constitue une source potentielle d'instabilité financière. Les autorités ont souhaité ralentir la croissance de crédit, surtout celle de crédit non bancaire depuis 2017.

Cependant, ces deux objectifs, cohérents à moyen et long terme, peuvent être contradictoires à court terme. En effet, l'accès au crédit devient plus restreint dans le cadre du processus de désendettement : les entreprises zombies ne sont plus en mesure de

renouveler des emprunts ou risquent de l'être. Si le rythme de désendettement est mal dosé, les défauts peuvent devenir assez nombreux pour provoquer un stress de liquidité des banques (surtout celles de petite taille) car la qualité de leur bilan se détériore et / ou même un stress dans l'ensemble du système financier.

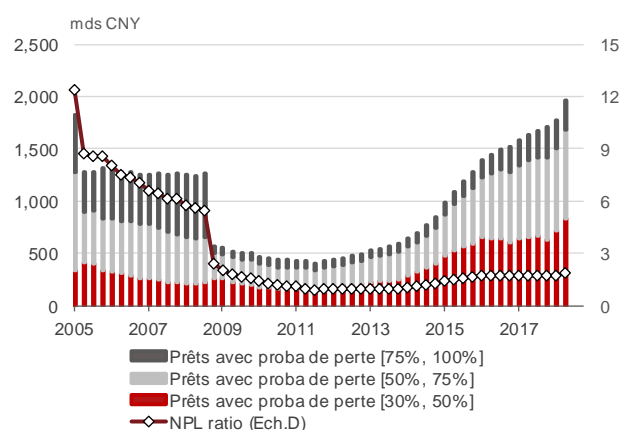
Ce sont donc deux objectifs à mener de façon très délicate. Ils rentrent en conflit lorsque le risque de crédit devient élevé. Pour l'instant, le taux de prêts non performants est stable. En revanche, depuis le début de l'année, les défauts obligataires se sont multipliés.

Montée des obligations en défaut



Sources : Bloomberg, SG Etudes Economiques et Sectorielles

Ratio des prêts non performants maintenu stable



Sources : CBIRC, SG Etudes Economiques et Sectorielles

Contradiction N°4. « Stabilité » du change VS. Stabilité financière

Comme dit précédemment, le risque de défaut augmente car certaines entreprises sont coupées du crédit. En réponse au risque croissant que cela peut poser en termes de stabilité financière, les autorités chinoises sont amenées à assouplir les conditions de financement de l'économie à titre préventif.

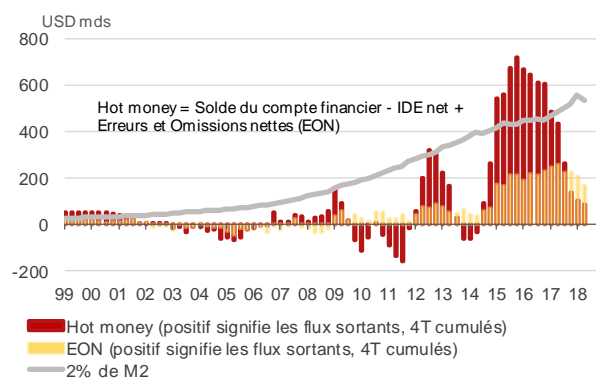
Subvenir au besoin de liquidités afin de préserver la stabilité financière pourrait affaiblir les fondamentaux du RMB et entraîner une pression à la dépréciation. Il en résulterait une plus grande volatilité du change. Or, l'utilisation des réserves de change pourrait s'avérer moins forte que dans le passé pour défendre la valeur du RMB en cas de forte pression de sortie de capitaux, et ce, malgré la présence du contrôle des changes.

Même si le contrôle des changes s'est avéré relativement efficace, les sorties de capitaux peuvent quand même être importantes en termes absolus. Ce fut le cas en 2008-2009, 2012-2013 et 2015-2016 lorsque les flux financiers sortants hors IDE et les erreurs et omissions nettes ont marqué des pics équivalents à une petite portion de la masse monétaire (2% ou plus). Cependant, depuis 2014, les réserves de change ont diminué alors qu'un montant potentiellement plus important de capitaux peut sortir du pays en raison des liquidités domestiques croissantes. La capacité de la PBoC d'intervenir via les réserves de change est donc atténuée. Cela est illustré par la baisse du ratio ARA – l'indicateur de

l'adéquation des réserves de change du FMI¹. Il est égal à 0,85, passant en-dessous de 1 en 2017. Rappelons qu'un ratio compris entre 1 et 1,5 est considéré adéquat.

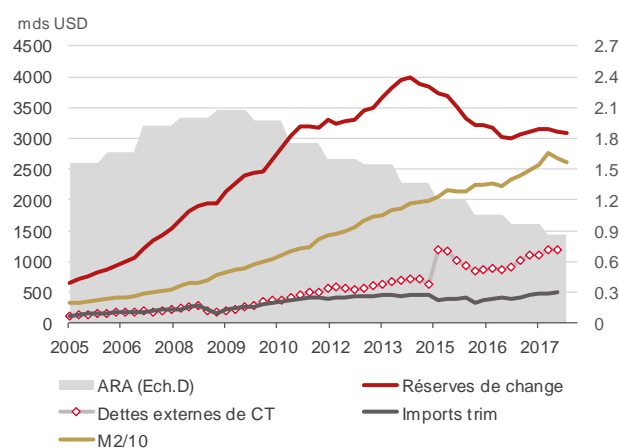
La stabilité financière est donc un objectif contradictoire à celui de la stabilité du change d'autant plus que cette dernière devient plus difficile à défendre pour la PBoC.

Sortie de "hot money" en petite portion des liquidités domestiques mais en montant croissant



Sources : PBoC, SG Etudes Economiques et Sectorielles

Détérioration de l'adéquation de réserves selon l'ARA du FMI



Sources : PBoC, FMI, SG Etudes Economiques et Sectorielles

Conclusion : la politique économique favorisera la croissance et la stabilité financière ; baisse graduelle de la croissance à un niveau proche de 5% en 2022

Le contexte est devenu plus contraignant en Chine pour que plusieurs objectifs soient suivis par la politique économique :

- Le compte de capital est devenu plus ouvert. Vouloir à la fois l'autonomie de la politique monétaire et un objectif du taux de change devient donc de plus en plus difficile.
- Parallèlement, depuis 2015-2016 la création monétaire n'est plus le résultat de l'accumulation des réserves de change. La masse monétaire continue de croître rapidement alors que les réserves de change ont baissé. Défendre la valeur du RMB par intervention de change est toujours possible mais moins crédible qu'auparavant.
- Le ratio de dette est déjà élevé. Après un cycle d'expansion très rapide de dettes de 140% du PIB à la sortie de crise Lehman à 260% du PIB actuellement, en résultent : 1/ une marge de progression du crédit limitée ; 2/ une qualité de crédit qui commence déjà à dégrader ; 3/ une nécessité croissante de désendettement compte tenu du risque de crédit implicite.
- La tension commerciale avec les Etats-Unis rend les perspectives de croissance plus incertaines.

¹ L'ARA mesure la couverture de la masse monétaire, des dettes de court terme et des importations par les réserves de change.

Ces objectifs devenus davantage conflictuels suscitent donc du scepticisme malgré les annonces des autorités chinoises visant à rassurer les marchés. Le RMB est encore sous pression et la bourse n'a pas nettement repris.

Ces contradictions devraient conduire les autorités chinoises à privilégier certains de ces objectifs sans pour autant renoncer totalement aux autres. Nous voyons l'orientation de la politique économique privilégier davantage la stabilité financière et la croissance. Un degré de tolérance plus élevé serait accordé à la dépréciation du RMB et les flux de gestion de portefeuille passive permettraient de compenser en partie des flux sortants pendant un certain temps². Quant au désendettement, il demeure un objectif de moyen et long terme, et il contraindra la marge de manœuvre dans la réalisation des deux premiers objectifs – croissance et stabilité financière. Nous ne voyons donc pas de politique de relance d'ampleur, ainsi pas de rebond d'activité dans les trimestres à venir. La croissance chinoise devrait baisser tendanciellement, et se rapprocher de 5% en 2022.

² L'inclusion des marchés boursier et obligataire de la Chine dans des indices globaux entraîne des flux entrants issus de gestion passive (indicielle). Cela permettrait de compenser en partie des flux sortants pendant la période d'implémentation de l'inclusion.

CONTACTS

Michala MARCUSSEN

Chef économiste Groupe
+33 1 42 13 00 34
michala.marcussen@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays Émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Marie-Hélène DUPRAT

Conseiller auprès du chef économiste
+33 1 42 14 16 04
marie-helene.duprat@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Macroéconomie / Pays CEI
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

François LETONDU

Analyse macrosectorielle
+33 1 57 29 18 43
francois.letondu@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Europe Centrale et Orientale
+33 1 58 98 98 69
constance.boublil-groh@socgen.com

Salma DAHIR

Assistante économiste, Edition
+33 1 57 29 07 15
salma.dahir@socgen.com

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

Amérique latine
+33 1 57 29 61 77
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

Aurélien DUTHOIT

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 82 18
aurelien.duthoit@socgen.com

Elyas GALOU

Etats-Unis et Royaume-Uni
+33 1 57 29 43 33
elyas.galou@socgen.com

Clément GILLET

Afrique
+33 1 42 14 31 43
clement.gillet@socgen.com

Alan LEMANGNEN

Zone Euro, France, Allemagne
+33 1 42 14 72 88
alan.lemangnen@socgen.com

Nikolina NOPHAL BANKOVA

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 89 09
nikolina.nophal-bankova@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Zone Euro, Italie, Espagne
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Edgardo TORIJA ZANE

Moyen-Orient, Turquie et Asie Centrale
+33 1 42 14 92 87
edgardo.torija-zane@socgen.com

Bei XU

Asie
+33 1 58 98 23 14
bei.xu@socgen.com

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 83 29
yolande.narjou@socgen.com

Sigrid MILLEREUX-BEZIAUD

Documentaliste
+33 1 42 14 46 45
sigrid.millereux-beziaud@socgen.com

RISK&OPPORTUNITIES

SG Etudes Economiques et Sectorielles

DISCLAIMER

La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif, et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.

Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation d'une offre en vue de souscrire, d'acheter, de vendre un produit ou d'exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale S.A. ou de l'une de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Si un client de détail ou professionnel, ou une contrepartie éligible obtient cette publication, il ne doit fonder aucune de ses décisions d'investissement uniquement sur cette publication et doit s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence de l'information tirée de sources externes n'est pas garantie, même si elle provient de sources raisonnablement jugées fiables. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale S.A. n'assume aucune responsabilité à cet égard. Les informations économiques contenues dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et qui peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »), Société Générale S.A. est aussi agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle anglaise) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des détails sur l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur demande.

Avis aux investisseurs américains : Ce document est émis par des analystes économiques de Société Générale non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques sont uniquement à destination des investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Toute U.S. Persons souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. SG Americas Securities LLC a son siège social au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : Ce document est préparé et destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes au sein de votre juridiction locale).

La présente publication ne saurait en aucune façon être reproduite (en tout ou partie) ou même transmise à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de Société Générale S.A.

© 2018