

## Beijing sort l'artillerie lourde

Par Jocelyn Paquet

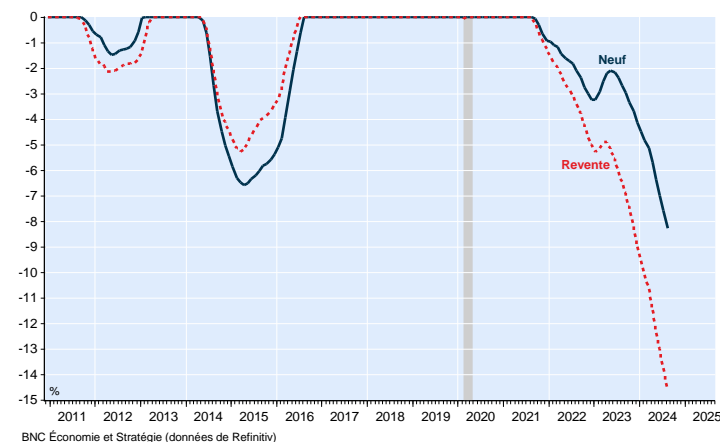
### Sommaire

- Préoccupées par les contrecoups potentiels d'une augmentation de l'effet de levier dans l'économie, les autorités chinoises avaient jusqu'ici résisté aux appels répétés de nombreux économistes en faveur de mesures de relance plus substantielles visant à endiguer l'un des pires ralentissements de la croissance en une génération. Mais même la détermination la plus forte ne pouvait résister à l'assaut répété d'une série de données économiques décevantes et, à la fin du mois de septembre, le gouvernement central a semblé atteindre son point de rupture et a annoncé une série de mesures visant à relancer la croissance, la plupart d'ordre monétaire. Dans l'attente de plus amples informations au sujet d'un possible stimulus budgétaire, nous avons donc décidé de relever notre prévision de croissance pour la Chine en 2025 (de 4.5% à 4.7%).
- Associée à une croissance plus ferme aux États-Unis, cette révision nous a aussi encouragés à relever notre prévision de croissance mondiale d'un dixième en 2025, à 2.9%.

Préoccupées par les contrecoups potentiels d'une augmentation de l'effet de levier dans l'économie, les autorités chinoises avaient jusqu'ici résisté aux appels répétés de nombreux économistes en faveur de mesures de relance plus substantielles visant à endiguer l'un des pires ralentissements de la croissance en une génération. Et si la faillite de plusieurs promoteurs immobiliers et la baisse du prix des maisons n'avaient pas suscité de réaction digne de ce nom en Chine, nous étions en droit de nous demander ce qu'il faudrait pour convaincre le gouvernement central d'agir de manière décisive.

### Beijing était jusqu'ici restée coite devant la baisse du prix des maisons...

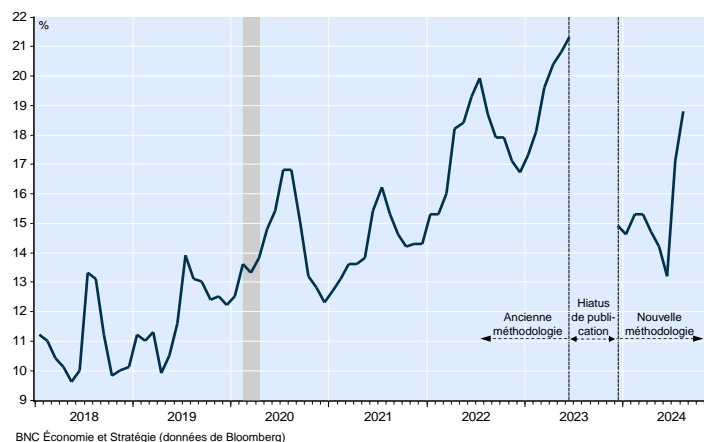
Indice des prix des immeubles résidentiels de 70 villes, baisse depuis le point culminant précédent



Même lorsque les déboires du secteur immobilier ont commencé à se répercuter ailleurs dans l'économie, entraînant notamment une forte augmentation du chômage chez les jeunes, les décideurs politiques chinois sont restés sur leurs positions, ne mettant en œuvre que des mesures timides qui n'ont pas suffi à inverser la tendance.

### ... et l'augmentation du chômage chez les jeunes

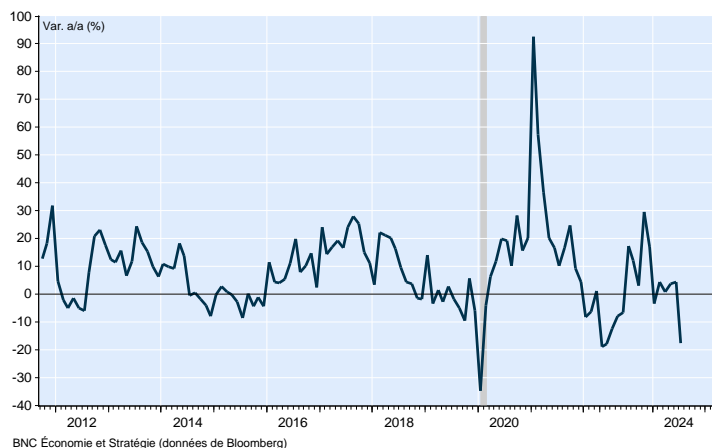
Taux de chômage, catégorie des 16-24 ans



Mais même la détermination la plus forte ne pouvait résister à l'assaut répété d'une série de données économiques décevantes et, à la fin du mois de septembre, le gouvernement central a semblé atteindre son point de rupture. Difficile de dire quelle est la goutte qui a fait déborder le vase. Peut-être était-ce le rapport d'août sur les bénéfices industriels qui a révélé un important recul sur les douze derniers mois...

### Chine : Le point de rupture atteint en septembre (1)

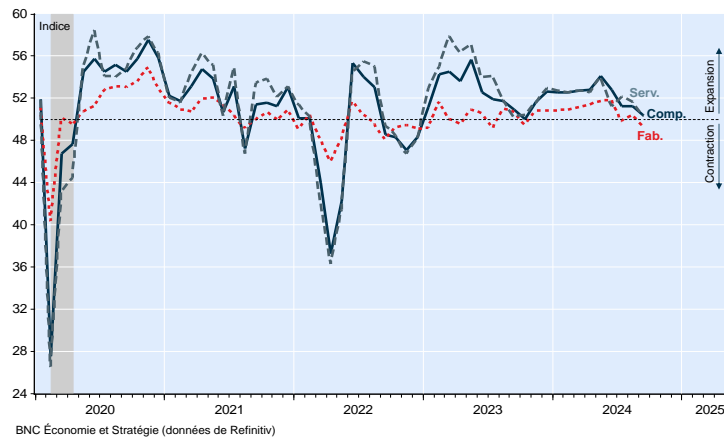
Profits industriels



... ou peut-être était-ce l'indice PMI de septembre, qui a fait état d'une stagnation de l'activité dans le secteur privé.

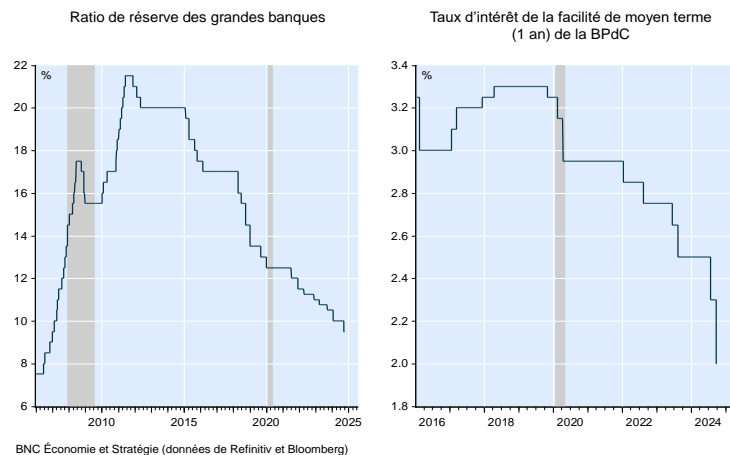
## Chine : Le point de rupture atteint en septembre (2)

Indice PMI composé de Caixin



Quoi qu'il en soit, la Banque populaire de Chine a finalement cédé à la pression et a annoncé le 24 septembre une série de mesures visant à relancer la croissance. Certaines d'entre elles relèvent de la politique monétaire proprement dite, notamment la réduction des réserves réglementaires des banques (-0.5%) et la baisse des taux directeurs (-0.25%).

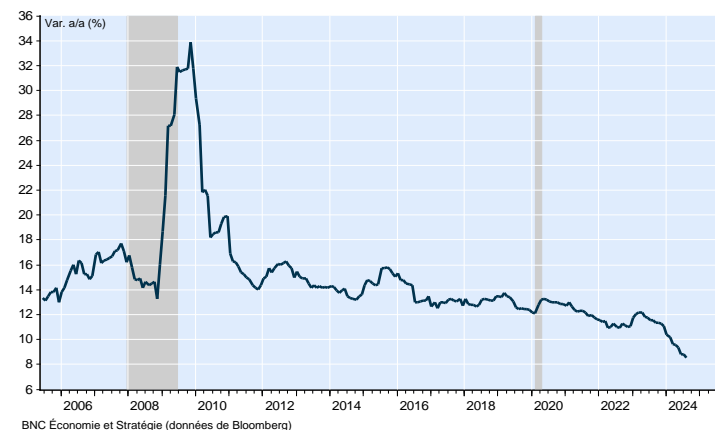
## Chine : La BPdC augmente ses mesures de stimulation monétaire



Toutes choses étant égales par ailleurs, il ne fait aucun doute que cet assouplissement aidera l'économie, mais peut-être moins que certains l'espèrent, à en juger par l'effet mitigé des précédentes vagues de baisses de taux, qui n'ont pas réussi à relancer le crédit bancaire.

## Chine : Une détente monétaire qui peine à se faire sentir

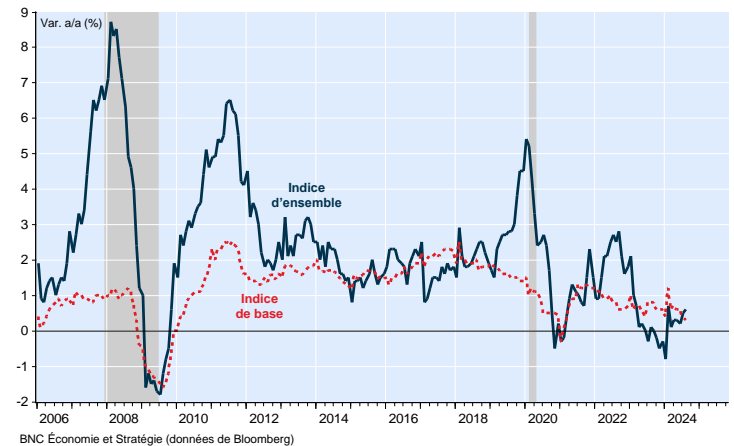
Total des prêts des institutions financières



Il est vrai que les réductions mises en œuvre cette fois-ci sont plus importantes, mais elles pourraient encore être insuffisantes pour faire bouger l'aiguille *en termes réels*. C'est que, au cours des derniers mois, l'inflation a baissé presque aussi vite que les taux directeurs, réduisant ainsi l'impact de l'assouplissement monétaire.

## Chine : La chute de l'inflation atténue l'impact des baisses de taux

Indice des prix à la consommation



Une deuxième série de mesures introduites par la banque centrale vise plus précisément à soutenir le marché boursier. Parmi celles-ci, mentionnons l'autorisation accordée à certains investisseurs institutionnels d'emprunter des actifs liquides comme des obligations gouvernementales en utilisant des fonds négociés en bourse comme garantie ou le programme permettant aux grandes entreprises souhaitant racheter leurs propres actions d'emprunter à des taux préférentiels. Si ces mesures ont été accueillies avec un grand enthousiasme par les investisseurs - l'indice boursier CSI 300 a progressé de près de 35% dans les jours qui ont suivi l'annonce, avant d'effacer une partie de ces gains -, leur effet sur l'économie réelle pourrait être limité.

## Les mesures de relance accueillies dans l'euphorie par les investisseurs

Indice boursier CSI 300 de Shanghai-Shenzhen

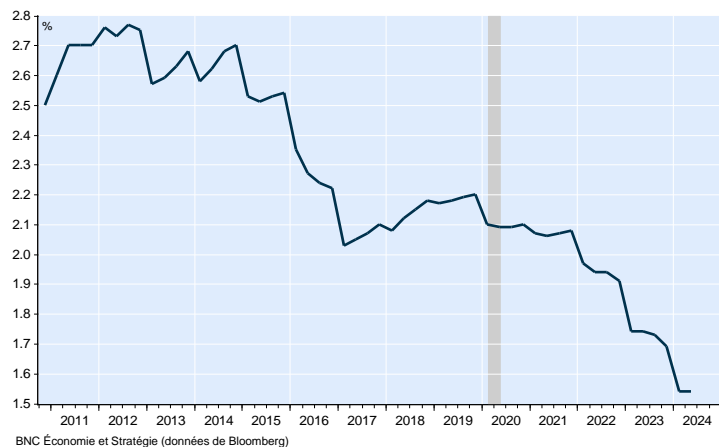


Mais, ne nous méprenons pas. La hausse des cours boursiers contribuera sans aucun doute à raviver la confiance, mais comme les actions ne représentent qu'une très petite partie du patrimoine total des ménages en Chine, il ne faut pas s'attendre à un revirement complet. À notre avis, le sort de l'économie sera beaucoup plus étroitement lié à celui du secteur du logement, où est concentrée la majeure partie des actifs des Chinois. Et sur ce front, les mesures mises en œuvre jusque-ici nous paraissent trop modestes. Certes, la baisse annoncée des taux payés sur certains prêts hypothécaires existants permettra aux ménages d'économiser environ US\$21 milliards par an, mais elle réduira d'autant les bénéfices des banques. Et compte tenu du niveau déjà très bas des marges

bénéficiaires dans ce secteur, cette mesure pourrait finir par décourager davantage l'octroi de prêts par les institutions financières.

## La baisse des taux hypothécaires potentiellement nuisible pour les banques

Marge d'intérêt nette des banques



La réduction de la mise de fonds nécessaire à l'achat d'une résidence secondaire est également positive, mais elle ne profitera qu'à un petit groupe d'investisseurs qui pourrait de toute manière rester sur la touche en attendant plus de certitude quant à la stabilisation du marché immobilier. Or, il est peu probable qu'une telle stabilisation se matérialise tant que le gouvernement ne s'attaquera pas au problème principal du secteur du logement, à savoir le fait qu'environ 20 à 30 millions de personnes remboursent actuellement des crédits hypothécaires pour des logements qui demeurent inachevés après la faillite de nombreux promoteurs.

En l'absence d'un plan détaillé sur ce front, la meilleure option pour stimuler la demande et relancer la croissance serait de jumeler l'assouplissement de la politique monétaire déjà en cours à une mesure de stimulation budgétaire d'importance. Des rumeurs ont bien circulé au sujet d'une enveloppe représentant environ 1.5% du PIB, répartie de manière égale entre des subventions aux administrations locales et des aides directes aux ménages ayant plus d'un enfant, mais les détails ne sont pas encore connus.

Dans l'attente de plus amples informations à ce sujet et sur la base des seules mesures déjà annoncées, nous avons décidé de relever notre prévision de croissance pour la Chine en 2025 (de 4.5% à 4.7%). Associée à une croissance plus ferme aux États-Unis, cette révision nous a aussi encouragés à rehausser notre prévision de croissance mondiale d'un dixième en 2025, à 2.9%.

## Perspectives mondiales

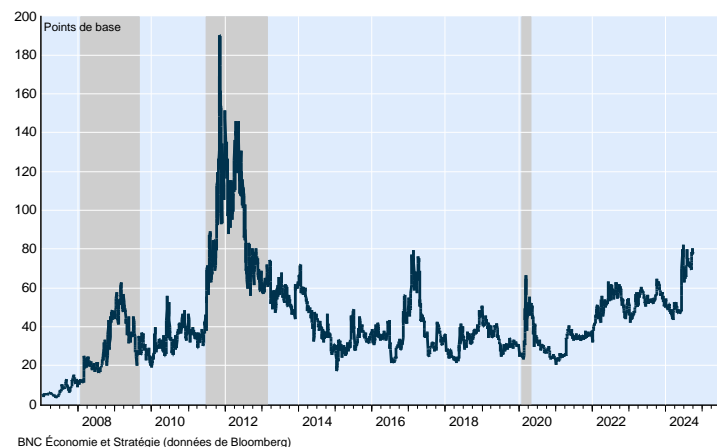
	2023	2024	2025
<b>Économies avancées</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.2</b>
États-Unis	2.9	2.6	1.2
Zone euro	0.4	0.7	0.7
Japon	1.7	0.0	0.9
Royaume-Uni	0.1	1.0	1.3
Canada	1.2	1.0	1.3
Australie	2.0	1.2	1.9
Corée du Sud	1.4	2.5	2.0
<b>Économies émergentes</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>
Chine	5.2	4.7	4.7
Inde	6.3	7.3	6.5
Mexique	3.2	1.5	1.2
Brésil	2.9	3.0	1.9
Russie	3.6	3.5	1.8
<b>Monde</b>	<b>3.2</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>

FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

Notre prévision pour la zone euro demeure quant à elle assez pessimiste, les effets pervers d'un assainissement des finances publiques en France risquant maintenant de s'ajouter aux problèmes persistants du secteur manufacturier de l'Allemagne.

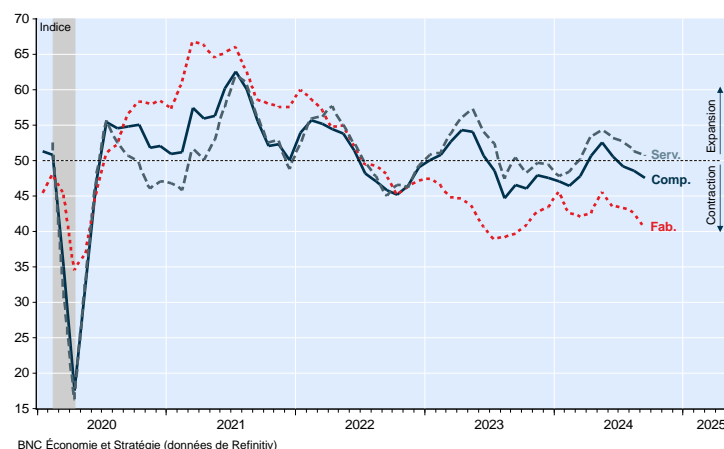
## Le redressement des finances de la France pourrait saper la croissance...

Écart entre les obligations d'État de 10 ans allemandes et françaises



## ... tout comme les déboires des usines allemandes

Indice PMI composé S&P Global pour l'Allemagne



Pressées par un élargissement rapide des écarts de crédit sur sa dette, les autorités françaises ont en effet annoncé l'intention de réduire le déficit budgétaire de 6.1% du PIB cette année à 5.0% en 2025. Cela suppose évidemment que le gouvernement minoritaire actuel trouve un moyen de faire adopter des mesures impopulaires à l'Assemblée nationale sans succomber à une motion de censure, ce qui n'est pas gagné d'avance. Mais étant donné que l'économie souffrirait probablement autant de l'inaction du gouvernement (par un nouvel élargissement des écarts de crédit) que d'une réduction du déficit, on peut supposer que la situation budgétaire de la France agira comme un frein à l'expansion de la zone euro en 2025, d'où notre prévision de croissance inférieure au potentiel.



**Abonnez-vous à nos publications : [BNC.EconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:BNC.EconomieetStrategie@bnc.ca) – Pour nous joindre : 514 879-2529**

## Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRI), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

## Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

## Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FNB et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

## Résidents de l'UE

En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

## Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

## Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

## Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.