

Chine : péril en la demeure¹

Le PIB chinois n'avait augmenté que de 3 % en moyenne annuelle en 2022, soit un chiffre très inférieur à l'objectif de 5,5 % que s'était fixé le gouvernement en mars, avant l'arrivée d'une nouvelle vague de Covid-19, portée par le variant Omicron. L'arrêt de la politique zéro-Covid décidé en décembre 2022, sur fonds de montée des mécontentements dans la société chinoise, a été suivi d'un redémarrage de l'activité : le PIB a augmenté de 2,2 % au premier trimestre 2023, par rapport au trimestre précédent (soit une hausse de 4,5 % en glissement sur un an). La reprise a cependant marqué le pas au deuxième trimestre, pour s'afficher à 0,8 % seulement.

La levée des restrictions sanitaires a permis un rebond d'activité, mais plusieurs freins à la croissance demeurent : du côté de la demande intérieure, la crise du secteur immobilier ; du côté de l'environnement international, une faible demande et des tensions commerciales élevées, notamment avec les États-Unis. Ces freins persisteront à l'horizon de la fin 2024. Nous retenons un scénario dans lequel le gouvernement chinois poursuivra la stratégie de lente restructuration du secteur immobilier, en parvenant à limiter l'ampleur de la baisse des prix de l'immobilier et des faillites en chaîne chez les promoteurs du secteur, tandis que la croissance du commerce mondial resterait modérée. Sous ces hypothèses, la croissance chinoise atteindrait 5 % cette année, en ligne avec l'objectif officiel d'une croissance « autour de 5 % », mais elle serait portée avant tout par la reprise du premier trimestre, l'acquis de croissance pour 2023 étant de 4,3 % à la fin du premier semestre. La croissance ne serait que de 3,7 % en 2024.

2023 : un certain redémarrage...

L'arrêt brutal de la politique zéro-Covid faisait craindre une montée rapide du nombre de contaminations puis de décès dus au Covid en Chine. Cela n'aurait pas été le cas selon les données publiées par l'OMS, qui recensent un peu moins de 90 000 décès dus au Covid entre décembre 2022 et février 2023, et quasiment plus depuis. Au

1. Ce texte est rédigé par Catherine Mathieu, *Département analyse et prévision*.

total, on ne déplorerait que 127 000 décès dus au Covid en Chine depuis le 3 janvier 2020. Ces chiffres sont particulièrement faibles au regard de ceux publiés ailleurs dans le monde et sous-estiment vraisemblablement la réalité. Du *et al.* (2023)² estiment pour leur part 1,4 million de décès dus au Covid en Chine entre décembre et février 2023, soit un taux de 1 000 décès pour 1 million d'habitants (que l'on peut mettre en regard de ceux de la France depuis le début de la pandémie : 2 500 décès par million d'habitants, ou du Japon : 500).

La reprise de l'activité économique au premier trimestre 2023 (+2,2 % après 0,5 % au trimestre précédent), a été avant tout portée par le redémarrage des services précédemment soumis à restrictions sanitaires : restauration, hôtellerie, voyages. Dans le seul secteur de la restauration, les ventes de détail, qui étaient en chute de 14,1 % sur un an en décembre 2022, ont connu une accélération fulgurante : +44 % sur un an en avril 2023, tandis que l'ensemble des ventes de détail était en hausse de 18,4 % sur un an en avril (contre -5,9 % au précédent point bas de novembre 2019). Dans l'industrie, la reprise a été modérée : la production industrielle a accéléré d'une hausse de 1,3 % sur un an en décembre 2022, à 5,6 % sur un an en avril.

La valeur ajoutée de l'ensemble des services d'hôtellerie-restauration était en hausse de 17,5 % sur un an au deuxième trimestre 2023, de plus de 15 % dans les services d'information, technologie et services aux entreprises, mais en baisse de 1,2 % pour les services immobiliers ; en hausse de 8 % pour la construction et le commerce de gros et de détail, de 5 % dans l'industrie manufacturière et 4 % pour l'agriculture.

La reprise s'est essoufflée à partir d'avril, la progression des ventes de détail n'étant plus que 2,5 % sur un an en juillet, avant de rebondir légèrement à 4,6 % en août, toujours portée par le dynamisme des ventes dans la restauration (+12 % sur un an en août). La hausse de la production industrielle a quant à elle fluctué entre 3,5 % sur un an, en mai, et 4,7 % en août. Les indices des directeurs d'achat (PMI), qui s'étaient fortement améliorés en janvier 2023, ont recommencé à baisser en mars pour l'industrie manufacturière et en avril pour les services et le bâtiment.

2. Du Z., Wang Y., Bai Y., Wang L., Cowling B. et Meyers L., 2023, « Estimate of COVID-19 Deaths, China, December 2022–February 2023 », *Emerging Infectious Diseases*, vol. 29, n° 10, pp. 2121-2124. <https://doi.org/10.3201/eid2910.230585>.

Les investissements ont pour leur part ralenti, n'augmentant plus que de 3,2 % au cours des sept premiers mois de l'année par rapport à la même période en 2022, contre 5,8 % un an plus tôt. Ils restent soutenus dans quelques secteurs : automobiles (+19 % sur un an), biens d'équipement électriques (+39%), ainsi que dans le transport ferroviaire (+23%).

L'ensemble de ces indicateurs suggèrent la poursuite d'une croissance modérée de l'activité au troisième trimestre.

L'inflation reste très faible. L'indice des prix à la consommation, qui avait atteint une hausse de 2,8 % sur un an en septembre 2022, a décéléré ensuite jusqu'à afficher une baisse de 0,3 % en juillet 2023, avant de revenir à 0,1 % en août. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation n'était alors que de 0,8 %. Les prix des biens alimentaires étaient de nouveau en baisse (-1,7 % sur un an, dont des baisses de plus de 10 % pour la viande et de 3 % pour les légumes frais, seuls les prix des céréales, des œufs et des fruits frais affichant une faible hausse). Les prix de l'eau, de l'électricité et du fioul domestique étaient quasiment stables à +0,3 % sur un an, tandis que ceux des carburants étaient en baisse de 4,5 %.

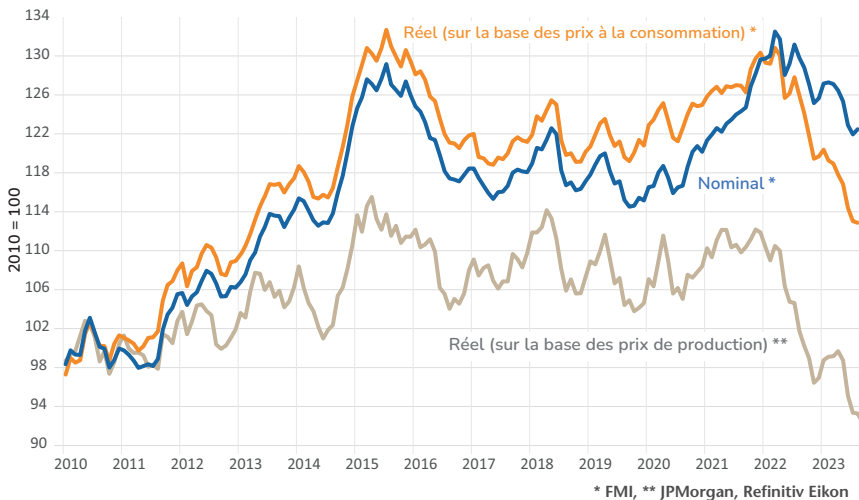
...dans un environnement international peu porteur

Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales ont retrouvé depuis le printemps 2023 leur niveau de la fin 2019 (pour les indices de coût du fret maritime) et sont même passées en dessous (indice GSCPI (*Global Supply Chain Pressure Index*) calculé par la Fed de New York). Mais le commerce mondial est resté peu porteur. La demande de biens et services adressée à la Chine, après avoir ralenti tout au long de 2022, a baissé au premier semestre 2023, les importations des principaux pays clients de la Chine étant revues à la baisse alors que l'accélération de l'inflation rognait le pouvoir d'achat des ménages.

Dans notre scénario, le commerce mondial resterait peu dynamique : la demande de biens et services adressée à la Chine ne progresserait en volume que de 1 % en 2023 et de 2 % en 2024 (contre 3,2 % en moyenne par an entre 2011 et 2019). Un élément jouerait cependant favorablement pour les exportateurs chinois : les gains de compétitivité-prix résultant de la baisse du taux de change effectif nominal du yuan (7 % sur un an en juillet 2023), renforcés par une hausse des prix de production chinois plus faible que chez les

concurrents étrangers (soit une baisse du taux de change effectif réel de 16 % de juillet 2021 à juillet 2023, voir graphique). Les parts de marché chinoises à l'exportation avaient retrouvé à l'automne 2022 leur niveau du début 2020, après avoir fortement augmenté pendant la crise Covid, lorsque les usines continuaient à produire en Chine tandis qu'elles étaient à l'arrêt dans de nombreux pays, et du fait de la bonne spécialisation chinoise sur des produits alors très demandés (biens électroniques et informatiques, équipement médical). Les parts de marché chinoises ont commencé à s'améliorer au premier semestre 2023, suggérant un effet-compétitivité favorable, qui se poursuivrait à l'horizon de la fin 2024. Mais les exportations chinoises resteront soumises à l'évolution des tensions commerciales avec les États-Unis et, sans doute dans une moindre mesure, avec l'Union européenne (batteries et véhicules électriques).

Graphique. Chine : Évolution des taux de change effectifs



... alors que la demande intérieure est fragile

Les ménages chinois sont jusqu'à présent restés prudents en matière de consommation. Certes, ils ont recommencé à aller au restaurant et à voyager, mais ils ont conservé un taux d'épargne nettement supérieur à celui d'avant la crise Covid. Le taux d'épargne avait augmenté de 4 points en 2020, pour atteindre 34 % du revenu. Après avoir baissé à 31,4 % en 2021, avec le relâchement des restrictions sanitaires, il était revenu à 33,5 % en 2022. Au premier semestre 2023,

il était inférieur d'1 point seulement à son niveau du premier semestre 2022. Nous faisons l'hypothèse que les ménages resteront relativement prudents et que le taux d'épargne baisserait à peine cette année et l'an prochain, pour s'établir autour de 32,7 %. Les ménages puiseraient à peine dans la sur-épargne accumulée pendant la pandémie, demeurant inquiets quant à l'évolution de la crise immobilière, ceci dans un marché du travail par ailleurs peu porteur. Cette prévision du taux d'épargne est soumise à de fortes incertitudes. Ainsi, une chute plus forte des prix de l'immobilier ainsi qu'une hausse plus forte du taux de chômage conduiraient les ménages à maintenir une épargne plus élevée qu'envisagé ici.

On ne dispose malheureusement que de peu d'informations sur le marché de l'emploi en Chine. Au cours des derniers mois, les deux indicateurs mensuels de taux de chômage publiés par l'Institut national des statistiques chinois (*National Bureau of Statistics of China*, NBSC) ont évolué de façon opposée. Le taux de chômage urbain, qui était de 5,7 % en novembre 2022 comme en février 2023, baissait à 5,3 % en mars et à 5,2 % en juin. Dans le même temps, le taux de chômage des 16-24 ans augmentait de 17,1 % en novembre 2022 à 18,1 % en février et 21,3 % en juin. Le taux de chômage des jeunes étant généralement considéré comme un meilleur indicateur de l'évolution des tensions sur le marché du travail en Chine que le taux de chômage urbain, qui fluctue étonnamment peu, l'image donnée était celle d'une dégradation de la situation sur le marché du travail au premier semestre, peu compatible avec les chiffres officiels de croissance. Face aux indications contradictoires données par les taux de chômage, l'Institut national des statistiques a arrêté de publier le taux de chômage des jeunes depuis juillet et maintenu celle du taux de chômage urbain, qui était de 5,2 % en août... Difficile de se faire une idée de la situation réelle du marché du travail...

Le principal risque est celui du secteur immobilier. Le secteur immobilier avait été très dynamique en Chine dans les années 2000. Les promoteurs basaient leurs activités sur un fort endettement qu'ils garantissaient grâce à la vente de vastes programmes de logements à des prix toujours plus élevés. Le durcissement de la législation sur leur endettement en août 2020, destiné à freiner cette spirale et à éviter la formation d'une bulle immobilière, les a mis en difficulté, d'autant plus que dans le même temps les prix du marché cessaient d'augmenter. Ne pouvant écouler les programmes réalisés aux prix prévus, certains promoteurs ont été incapables d'honorer les échéances de leurs

crédits. Cela a fragilisé les banques prêteuses qui ont fortement réduit leurs financements. Pour éviter les faillites de promoteurs, dont certains comme Evergrande (300 milliards de dollars de dette en 2021), sont porteurs d'un risque systémique, le gouvernement s'est résolu à inciter les autorités locales et les banques à soutenir les promoteurs en difficulté (rachat d'immeubles non vendus, baisses de taux d'intérêt, report des échéances).

En 2022, la valeur ajoutée du secteur de la construction représentait 7 % de la valeur ajoutée totale. Rogoff et Yang (2020³) estimaient le poids de l'ensemble du secteur immobilier dans la valeur ajoutée à près de 30 %, en utilisant les tableaux entrées-sorties de 2016. Leur analyse les conduisait à estimer qu'une baisse de 20 % de l'activité immobilière (au sens large : construction, rénovation, vente, location, gestion immobilière) aurait à long terme un impact compris entre 5 et 10 % sur le niveau du PIB.

En 2022, de nombreux indicateurs dans l'immobilier étaient en forte baisse : investissements en baisse de 10 % par rapport à 2021 (dont une baisse de 9,5 % pour les bâtiments résidentiels, qui représentent 75 % des investissements immobiliers, de 10 % pour les bureaux et de 14,5 % pour les surfaces commerciales), ventes de surfaces commerciales en chute de 25 % et mises en chantier en chute de près de 40 %. Cette correction a cependant marqué le pas en janvier et février 2023 : en glissement, sur un an, les investissements dans l'immobilier n'étaient plus en baisse que de 5,6 %, les ventes de surfaces commerciales de 3,6 % et les mises en chantier de 10 %. Les indicateurs ont cependant recommencé à se dégrader au cours des derniers mois. Ainsi, sur les 7 premiers mois de 2023, les investissements dans l'immobilier étaient en baisse de 8,8 % par rapport à la même période de 2022 ; les ventes de surfaces commerciales, comme les mises en chantier, en baisse de 7,1 %.

Le gouvernement applique une politique de « petits pas », pour éviter que l'ajustement du secteur immobilier ne prenne trop d'ampleur. Ainsi, la banque centrale a annoncé fin août plusieurs mesures de baisses de taux : baisses des taux hypothécaires pour les emprunts en cours (dont une renégociation des taux à la baisse) comme sur les nouveaux emprunts pour lesquels elle serait de l'ordre de 40 points de base. Les principales banques commerciales ont

3. Rogoff K. et Y. Yang, 2020, « Peak China Housing », *NBER Working Paper*, n° 27697.

annoncé des baisses des taux de rémunération de leurs dépôts de 15 à 25 points de base. À l'horizon de la fin 2024, la banque centrale continuerait d'adapter sa politique monétaire afin de limiter les risques de faillites en chaîne des promoteurs immobiliers.

La politique budgétaire, après avoir soutenu la croissance en 2022, avec une impulsion budgétaire de 1 point de PIB selon le FMI, serait légèrement restrictive cette année comme l'an prochain (de -0,4 point par an). Sous les hypothèses de croissance du FMI d'avril dernier (5,2 % en 2023, 4,5 % en 2024), le déficit public, qui avait atteint 7,5 % du PIB en 2022, se réduirait à 6,4 % du PIB en 2024 ; la dette publique rapportée au PIB augmenterait de 10 points entre 2022 et 2024 où elle atteindrait 92 % du PIB.

La croissance serait de 5,1 % cette année et de 3,7 % l'an prochain. La consommation serait le principal moteur de la demande cette année comme l'an prochain, contribuant à hauteur de 4,7 points cette année et 2,7 points l'an prochain (tableau). L'investissement, freiné en particulier dans le secteur immobilier, ne contribuerait qu'à hauteur de 1,4 point à la croissance cette année et d'1 point l'an prochain. La contribution des exportations nettes à la croissance, qui avait atteint 1,9 point en 2021, n'était plus que de 0,5 point en 2022. Elle serait négative de 0,5 point cette année et nulle l'an prochain sous l'effet de la faible croissance des exportations, tandis que les importations augmenteraient comme la demande intérieure.

Le gouvernement chinois maintiendrait le cap sur le désendettement du secteur immobilier, sur un rééquilibrage de la demande intérieure en faveur de la consommation des ménages et de moins d'investissement. Il serait sans doute plus réaliste de viser un objectif de croissance plus proche de 4 % que de 5 %, dans les prochaines années, compte tenu notamment du ralentissement démographique en cours.

Chine : résumé des prévisions

En %, sauf contributions, en points

	2020	2021	2022	2023	2024
PIB	2,2	8,4	3,0	5,1	3,7
Consommation	-0,3	9,0	1,8	7,8	4,9
Investissement	4,3	3,8	3,7	3,2	2,3
Exportations	1,6	18,3	3,3	2,5	3,2
Importations	-1,8	9,0	1,0	6,3	3,8
<i>Contributions</i>					
Consommation	-0,2	4,9	1,0	4,2	2,7
Investissement	1,8	1,7	1,5	1,4	1,0
Exportations nettes	0,6	1,9	0,5	-0,5	0,0
Exportations	0,3	3,3	0,7	0,5	0,6
Importations	-0,3	1,5	0,2	1,0	0,6

Prévision OFCE octobre 2023.

National Bureau of Statistics of China, estimations OFCE pour les exportations et les importations.