

## UN PROBLÈME DE CONFIANCE

La reprise de l'activité à la suite de l'abandon de la politique zéro Covid s'essouffle rapidement. La demande intérieure est freinée par une chute de la confiance des ménages et des investisseurs, et le moteur exportateur s'enraye. Les autorités assouplissent prudemment la politique monétaire, mais les effets sur l'activité de crédit pourraient s'avérer limités. D'autres mesures de relance sont attendues à court terme. Elles devraient entre autres viser à encourager l'emploi des jeunes.

## LA REPRISE POST-COVID S'ESSOUFFLE DÉJÀ

La consommation des ménages et l'activité dans les services ont redémarré rapidement à la suite de l'abandon de la politique zéro Covid en décembre 2022 et après quelques semaines de perturbations causées par la flambée épidémique. Cette reprise a cependant perdu de son élan dès le second trimestre 2023.

Le rebond dans les services a atteint +9,1% en glissement annuel (g.a.) sur les cinq premiers mois de 2023, après une légère contraction enregistrée en 2022. Toutefois, d'une part, ce chiffre est gonflé par des effets de base favorables résultant des confinements très stricts imposés dans la région de Shanghai au printemps 2022 ; d'autre part, l'activité dans les services a montré des signes d'affaiblissement dès le mois de mai. Il en va de même pour les volumes de ventes au détail qui ont rebondi de près de 9% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2023, mais dont la croissance a ralenti en mai. Les ménages limitent leurs dépenses. Ils demeurent prudents face à la grave crise du secteur immobilier et face aux incertitudes qui pèsent sur leurs perspectives de revenu et d'emploi.

## DES CONDITIONS DU MARCHÉ DU TRAVAIL DÉGRADÉES

Le marché du travail n'a pas retrouvé sa situation pré-pandémique. En particulier, alors que le taux de chômage dans l'ensemble des zones urbaines s'est réduit à 5,2% en avril et mai (contre 5,5% fin 2022) et se rapproche de son niveau d'avant-Covid, le chômage des jeunes de 16 à 24 ans a de nouveau augmenté depuis le début de l'année. Il a atteint un record historique à 20,8% en mai, contre 16,7% fin 2022 et 12% en 2019. Cette évolution s'explique, notamment, par des inadéquations entre l'offre et la demande apparues sur le marché du travail depuis le resserrement réglementaire imposé en 2021 dans divers secteurs de services.

Du côté de l'offre, le nombre de jeunes diplômés entrant sur le marché du travail a augmenté continûment ces dernières années, et leur niveau d'éducation s'est élevé. Ainsi, le nombre de jeunes diplômés sortant de l'université a atteint 10,5 millions en 2022, contre 7,9 mn en 2017. Au contraire, le nombre total de travailleurs migrants en provenance des zones rurales n'a augmenté que de 3,1 mn en 2022 (pour atteindre 295,6 mn), en baisse par rapport à 4,8 mn en 2017. Du côté de la demande, le nombre d'emplois dans le secteur des services s'est stabilisé en 2021, puis s'est contracté en 2022 pour la première fois (avec une perte de 12,9 mn d'emplois). Le nombre d'emplois dans l'industrie s'est également réduit en 2022 (reprenant la tendance suivie de 2015 à 2019) alors que le nombre d'emplois dans le secteur primaire a augmenté pour la première fois en vingt ans (Graphique 1).

Dans le secteur tertiaire, les destructions d'emplois en 2022 ont concerné les services affectés par les restrictions sanitaires (commerce de détail, loisirs, etc.), l'immobilier, et des services à plus haute valeur ajoutée ciblés par le resserrement réglementaire (éducation, internet, tech en particulier). Les premiers ont bénéficié du rebond post-Covid

### PRÉVISIONS

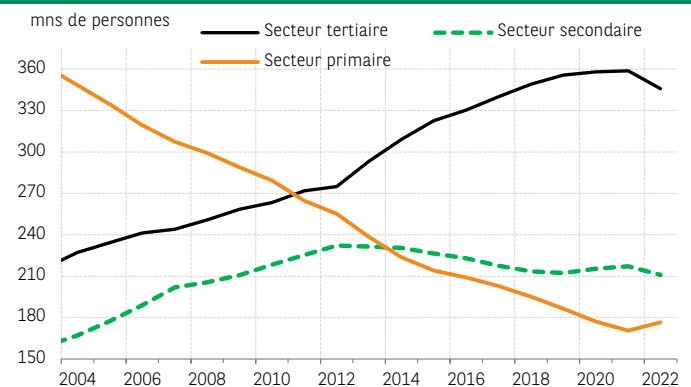
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	2,2	8,4	3,0	5,6	4,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,5	0,9	2,0	1,1	2,5
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-3,7	-3,1	-2,8	-3,0	-3,2
Dettes officielle du gouv. général, % du PIB	45,9	46,8	50,4	52,2	53,5
Solde courant, % du PIB	1,7	2,0	2,2	1,7	1,2
Dettes externe, % du PIB	16,3	15,4	13,7	14,0	14,0
Réserves de change, mds USD	3 217	3 250	3 128	3 100	3 050
Réserves de change, en mois d'imports	16,2	12,6	11,9	11,1	10,1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

### CHINE : DESTRUCTIONS D'EMPLOIS DANS LES SERVICES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MIN. DES RESSOURCES HUMAINES ET DE LA SÉCURITÉ SOCIALE, BNP PARIBAS

depuis le début de 2023, ce qui devrait se traduire par de nouvelles créations d'emplois. En revanche, le cadre réglementaire reste incertain pour les secteurs considérés comme sensibles par Pékin, ce qui pèse sur leurs investissements et leurs embauches. Or, ces secteurs recrutent plus particulièrement les jeunes diplômés et les travailleurs les plus qualifiés.

## LA CRISE IMMOBILIÈRE PERSISTE, LES EXPORTATIONS CALENT

La crise dans le secteur immobilier et la construction, ainsi que le ralentissement du secteur manufacturier, pourraient également entraîner de nouvelles destructions d'emplois. Le nombre de chantiers de construction achevés s'est certes redressé au cours des cinq premiers mois de 2023 (+19% en g.a.) grâce aux mesures prises par les autorités.



Celles-ci ont en particulier encouragé l'octroi de financements de court terme aux promoteurs capables de finaliser les projets en cours. Leur premier objectif est de livrer des logements prépayés pour restaurer la confiance des ménages dans le marché résidentiel. Le second est de réduire les risques de défauts de paiement : de la part des acheteurs sur leurs prêts hypothécaires et des promoteurs sur leurs emprunts bancaires et obligataires (ces défauts peuvent entraîner des pertes d'autant plus importantes pour les créanciers que le taux de récupération est très faible si le projet immobilier est inachevé). Cependant, les ménages restent méfiants, et de nombreux promoteurs continuent de faire face à des problèmes de trésorerie et à des risques d'insolvabilité. Cela empêche l'activité de se redresser : les transactions immobilières ont continué de chuter depuis le début de l'année (-8% en g.a.) et la contraction de l'investissement immobilier s'est aggravée en mai (atteignant -6% en g.a. en valeur sur les cinq premiers mois de 2023).

Le secteur manufacturier est, quant à lui, lourdement pénalisé par le ralentissement de la demande mondiale et les tensions avec les États-Unis. La production industrielle n'a augmenté que de +3,6% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2023, soit une croissance inchangée par rapport à celle de 2022. Les exportations de marchandises ont à peine augmenté (+1,1% en g.a. en dollars courants). Elles sont reparties à la baisse en mai après un rebond en mars-avril, et le recul des importations s'est poursuivi (-4,4% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2023). De son côté, la croissance de l'investissement manufacturier a ralenti (+6% en g.a. en valeur sur les cinq premiers mois de 2023), freinée par la morosité de la demande, un taux d'utilisation des capacités de production industrielle au plus bas (il s'est réduit à 74,3% au T1 2023, soit son niveau le plus faible depuis 2016), et des profits en baisse.

Au total, l'investissement privé a stagné au cours des derniers mois, et cette situation pourrait perdurer : les incertitudes pesant sur les perspectives d'exportation et de consommation des ménages, la crise immobilière, les risques réglementaires internes et les tensions géopolitiques persistent et sont autant de facteurs qui expliquent le pessimisme des investisseurs chinois et étrangers.

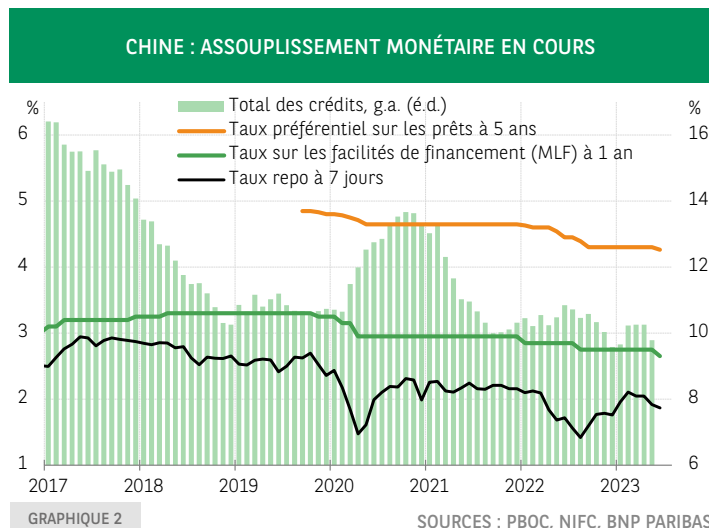
Le secteur public a partiellement compensé l'anémie de l'investissement privé depuis début 2022. Les autorités doivent maintenant déployer de nouvelles mesures pour soutenir la demande et tenter de renforcer la confiance des investisseurs et des ménages chinois.

## ASSOUPLISSEMENT MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE SOUS CONTRAINTE

La banque centrale a légèrement réduit ses taux directeurs à la mi-juin, pour la première fois depuis l'été 2022 (Graphique 2). Le taux MLF à un an est passé de 2,75% à 2,65%, suivi du taux préférentiel sur les prêts à un an (de 3,65% à 3,55%) et du taux préférentiel sur les prêts à cinq ans (de 4,3% à 4,2%) – ce dernier sert de référence pour les crédits hypothécaires.

D'autres mesures d'assouplissement monétaire sont attendues à court terme. L'inflation est faible (+0,2% en g.a. en mai 2023), mais les autorités devraient rester prudentes, contraintes par leur objectif de long terme – la réduction de l'excès de dette des entreprises – et par les pressions à la baisse sur le RMB. Celui-ci a perdu encore 3,5% contre le dollar US au S1 2023, après une dépréciation de 8,5% sur l'année 2022, sous l'effet principalement de la dégradation des flux de capitaux<sup>1</sup>.

En outre, les effets des baisses de taux d'intérêt sur l'activité de crédit pourraient être limités du fait même de la faiblesse de la demande de prêts. Les banques devraient également se montrer prudentes, étant donné la compression de leurs marges nettes d'intérêt, la baisse de leur



GRAPHIQUE 2

SOURCES : PBOC, NIFC, BNP PARIBAS

rentabilité et la détérioration de leur qualité d'actifs. Le ratio moyen de créances douteuses (prêts non-performants + prêts à « mention spéciale ») affiché par les banques commerciales s'est amélioré progressivement de 4,8% du total des prêts fin 2019 à 3,9% fin 2022. Mais cette baisse s'explique surtout par un large recours aux abandons de créances / passages en pertes, qui compensent la hausse des nouvelles créances douteuses mais contribuent à l'érosion des profits. La qualité des prêts devrait se dégrader à court terme à cause de la crise immobilière et du ralentissement industriel. Dans cet environnement, les grandes banques commerciales sont considérées suffisamment capitalisées pour absorber de nouvelles pertes ; les plus petites institutions sont au contraire beaucoup plus fragiles.

Depuis le début de l'année, la croissance de l'encours total des crédits à l'économie (« social financing ») s'est à peine redressée en dépit de la reprise de l'activité (Graphique 2). Les prêts bancaires en monnaie locale (64% du stock de social financing) ont progressé de 11,7% en g.a. en mai 2023, contre 10,9% en décembre 2022. S'agissant des prêts au secteur immobilier (25% du total des prêts bancaires en 2022, contre 29% en 2019), les mesures prises par les autorités ont entraîné une reprise graduelle de la croissance des prêts aux promoteurs (de +0,8% en g.a. fin 2021 à +5,9% au T1 2023), mais elles n'ont pas réussi à relancer les crédits au logement aux ménages (-0,2% en g.a. au T1 2023).

Les financements obligataires ont, quant à eux, ralenti depuis la mi-2022 en raison de l'atonie du marché des titres d'entreprises. Les émissions d'obligations par le gouvernement central et les collectivités locales sont restées plus soutenues. Elle ont fléchi au printemps, mais devraient se renforcer dans les prochains mois pour accompagner la politique budgétaire.

De fait, l'assouplissement monétaire précède probablement des mesures de relance budgétaire. Étant donné la fragilité des finances des collectivités locales<sup>2</sup>, un nouveau soutien pourrait venir du gouvernement central. Par ailleurs, le combat contre le chômage des jeunes devrait devenir une priorité pour les autorités. Des programmes de créations d'emplois dans le secteur public et d'aide aux entreprises pour embaucher des jeunes diplômés ont été lancés depuis l'an dernier. Ils restent néanmoins d'ampleur modeste et devront être renforcés.

**Christine PELTIER**

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> Cf. BNP Paribas, EcoEmerging, Chine : Nouveaux chaos, T1 2023.  
<sup>2</sup> Cf. BNP Paribas, EcoEmerging, Chine : Redémarrage en côte, T2 2023.