

CHINE

3

PASSAGE À VIDE

L'activité s'est contractée en avril et mai 2022 en raison des sévères restrictions à la mobilité imposées dans des régions industrielles comme Shanghai. Depuis fin mai, ces restrictions sont progressivement levées, et l'activité a commencé à rebondir. Les risques baissiers sur la croissance restent cependant élevés. Les autorités continuent donc d'assouplir –prudemment– leur politique économique. Sur le plan budgétaire, les mesures de soutien restent centrées sur les projets d'infrastructures et les aides aux entreprises. Sur le plan monétaire, les taux d'intérêt ont été réduits depuis le début de l'année, et les programmes de prêts ciblés étendus. L'efficacité de l'action de la banque centrale se heurte toutefois à la faiblesse de la demande de prêts. En outre, l'environnement international et les risques de sorties de capitaux pourraient limiter sa marge de manœuvre.

L'activité économique s'est contractée en avril et mai 2022 en raison de la recrudescence de l'épidémie de Covid-19 et des sévères restrictions à la mobilité imposées dans d'importantes régions industrielles et portuaires telles que Shanghai. Depuis fin mai, ces restrictions ont été progressivement (mais pas totalement) levées, et l'activité a commencé à se redresser. La production industrielle a rebondi (augmentant de 0,7% en g.a. au mois de mai), grâce notamment à la reprise des exportations. L'activité dans les services, qui a souffert plus durement et plus longtemps des confinements du printemps, s'est encore contractée en mai (-5,1% en g.a.), pour le troisième mois consécutif (graphique 1). Les volumes de ventes au détail ont également continué de chuter (-9% en g.a. en mai). La croissance des investissements a en revanche ré-acceléré, tirée par les projets d'infrastructures.

FREINS MULTIPLES

À court terme, la croissance devrait se raffermir, mais les risques baissiers restent élevés. D'abord, la situation sanitaire demeure incertaine et les autorités devraient maintenir une stratégie zéro Covid au moins jusqu'à la fin de l'année – des directives ont toutefois été envoyées aux collectivités locales début juin pour réduire le risque de restrictions excessivement sévères. La menace de nouveaux confinements devrait continuer de peser sur la confiance et la demande des ménages et des entreprises.

Ensuite, la consommation privée va souffrir de la dégradation du marché du travail. Le taux de chômage a grimpé de 5,1% fin 2021 à 6,1% en avril 2022, pour retomber à 5,9% en mai. Il est plus élevé pour les travailleurs migrants (6,2% en mai) ainsi que dans les 31 grandes villes du pays (6,9% en mai). Plus inquiétant, le taux de chômage des 16-24 ans a atteint un niveau record en mai, à 18,4%, contre 14,3% en décembre 2021. La situation pourrait encore s'aggraver au cours de l'été, lorsque les nouveaux diplômés entreront sur le marché du travail.

La progression des revenus réels devrait souffrir des conditions dégradées du marché du travail. En revanche, les effets négatifs de la hausse des prix à la consommation sur le pouvoir d'achat des ménages devraient être modérés. L'IPC n'a augmenté que de 2,1% en g.a. en avril et mai. L'inflation sous-jacente est faible (0,9%) en raison de l'atonie de la demande intérieure, tandis que la hausse des prix alimentaires et de l'énergie reste limitée en dépit des tensions au niveau mondial, du fait de la baisse continue des prix de la viande et des contrôles partiels des prix des céréales et de l'énergie.

Par ailleurs, la crise du secteur immobilier et de la construction perdure, freinant l'emploi, l'investissement et la consommation de biens durables. Ainsi, les projets nouvellement démarrés et les transactions immobilières se sont effondrés, respectivement, de 40% et 32% en g.a. au mois de mai, et de 31% et 24% sur les cinq premiers

PRÉVISIONS

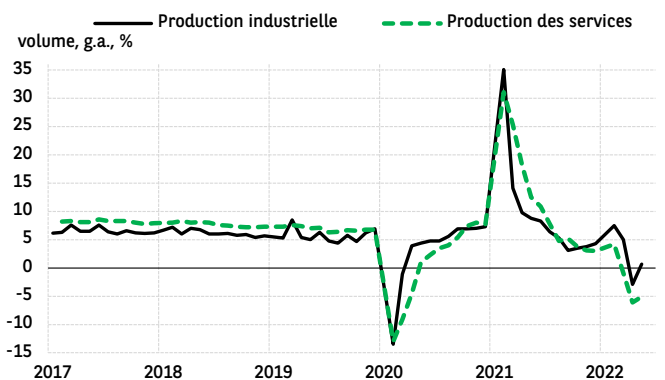
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	6,0	2,2	8,1	3,7	5,7
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,9	2,5	0,9	2,3	2,7
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2,8	-3,7	-3,1	-2,8	-3,0
Dette officielle du gouv. général, % du PIB	38,6	45,9	47,0	50,3	52,0
Solde courant, % du PIB	0,7	1,7	1,8	0,8	0,9
Dette externe, % du PIB	14,5	16,3	15,5	16,5	15,8
Réserves de change, mds USD	3 108	3 217	3 250	3 220	3 240
Réserves de change, en mois d'imports	14,9	16,2	12,6	10,8	10,0

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

CHINE : REDÉMARRAGE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

mois de 2022 par rapport à la même période en 2021. Des mesures ont été introduites pour encourager les transactions et aider les promoteurs à finaliser les projets en cours. Les autorités maintiennent néanmoins leurs objectifs de modération des coûts du logement et de désendettement des promoteurs.

Enfin, les exportations ont rebondi en mai (+16,8% en g.a. contre 3,7% en avril) et devraient se renforcer à court terme grâce à la diminution des problèmes logistiques. Cependant, le secteur exportateur chinois ne devrait pas être un moteur de croissance aussi puissant en 2022



qu'en 2021 compte tenu du ralentissement de la demande mondiale. Dans ses Perspectives de l'économie mondiale d'avril dernier, le FMI prévoyait une croissance du volume de commerce mondial à 5% en 2022 et 4,4% en 2023, contre 10% en 2021.

UN SOUTIEN BUDGÉTAIRE CENTRÉ SUR LES ENTREPRISES

Pour contrer les multiples freins pesant sur la croissance, les autorités poursuivent l'assouplissement du *policy mix*. Elles ont maintenu une stratégie relativement prudente au cours des derniers mois, soutenant l'économie au travers d'un assouplissement graduel et d'actions ciblées, plutôt que par de vastes plans de relance. Sur le plan budgétaire, les mesures de soutien ont été progressivement mises en œuvre depuis le dernier trimestre de 2021. Elles consistent essentiellement en de nouveaux investissements dans les projets d'infrastructures (le plus souvent pris en charge par les collectivités locales) ainsi qu'en des aides aux entreprises. Ces aides visent en particulier à soutenir les PME et le secteur manufacturier, via des baisses d'impôts, des subventions ou le paiement différé des cotisations de sécurité sociale.

La diminution des taxes à l'achat de voitures particulières, qui figurait dans le nouveau dispositif de mesures annoncé fin mai, est l'une des rares mesures visant à encourager la consommation privée. Certaines provinces ont également procédé à des versements en espèces aux ménages (en e-yuans dans certains cas comme à Shenzhen), mais leur montant total reste faible.

Les collectivités locales pourraient connaître des difficultés croissantes pour financer les mesures de relance. Elles font face, depuis le début de 2022, à une baisse de leurs recettes fiscales et des revenus provenant de ventes de terrains. Pourtant, le gouvernement central n'a pas, pour l'instant, augmenté leur quota d'émissions d'obligations autorisé pour l'année 2022¹. Pékin semble au contraire faire pression sur les collectivités pour qu'elles contiennent la hausse de leur endettement en améliorant la gestion de leurs comptes et en réduisant certaines dépenses courantes.

La dette « directe » des collectivités locales (i.e. explicitement budgétée) est déjà passée de 21,6% du PIB fin 2019 à 27,6% à la fin du T1 2022, alors que la dette du gouvernement central atteint tout juste 20% du PIB. En outre, à cette dette directe s'ajoute la dette indirecte liée aux engagements des véhicules de financement des collectivités, estimée à environ 45% du PIB par le FMI. La fragilité des finances des collectivités locales explique la prudence de la politique de soutien budgétaire.

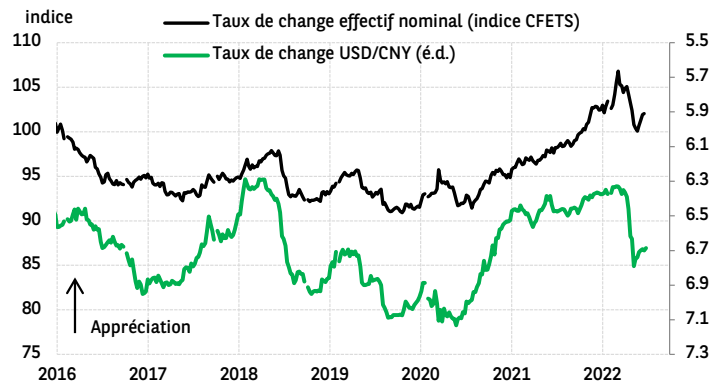
LA DEMANDE DE CRÉDIT RESTE FAIBLE

Les taux d'intérêt sur les prêts et les taux monétaires ont diminué depuis décembre 2021². Cependant, la marge de manœuvre de la banque centrale pour les réduire davantage se restreint dans l'environnement international actuel, non pas tant à cause des pressions inflationnistes qu'à cause des risques de sorties de capitaux. De fait, en mars 2022, la Chine a subi un épisode de forte perte de confiance des investisseurs et d'importantes sorties d'investissements de portefeuille. Cela a contribué à un ajustement du taux de change du yuan après plus de 18 mois d'appréciation (graphique 2). À court terme, la banque centrale devrait chercher à éviter la répétition de tels épisodes d'instabilité et à encourager les entrées de capitaux étrangers en dépit du durcissement de la politique de la Réserve fédérale américaine.

¹ Dans le budget pour 2022, le ministère des Finances autorise les collectivités locales à émettre RMB 3650 mds de nouvelles obligations « spéciales » et RMB 720 mds de nouvelles obligations « générales ». Le montant total de nouvelle dette obligatoire prévue pour 2022 est donc estimé à 3,6% du PIB, soit un niveau inférieur à celui enregistré en 2021 (3,8% du PIB) et surtout à celui de 2020 (4,5%).

² Depuis décembre 2021, le taux préférentiel sur les prêts à 1 an est passé de 3,85% à 3,7% ; le taux préférentiel sur les prêts à 5 ans de 4,65% à 4,45%, et le taux MLF à 1 an de 2,95% à 2,85%. Le taux repo à 7 jours est passé d'une moyenne mensuelle de 2,16% en décembre à 2,09% en mars 2022 et 1,64% en juin.

CHINE : AJUSTEMENT DU TAUX DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CHINA FOREIGN EXCHANGE TRADING CENTER, CEIC

Par ailleurs, les autorités ont largement recours à des instruments de politique de crédit tels que les quotas de prêts alloués aux banques et les programmes de prêts ciblés. Ceux-ci visent notamment à soutenir les PME, les zones rurales et les secteurs les plus fragilisés par la crise du Covid-19. Les conditions de prêts hypothécaires et de financements à court terme des promoteurs immobiliers ont également été légèrement assouplies.

Cependant, l'efficacité de la politique monétaire et de crédit se heurte à la faiblesse de la demande de prêts dans un environnement économique incertain. La croissance du total des crédits à l'économie (*social financing*) s'est, de fait, à peine redressée au cours des six derniers mois. Elle est passée de 10,3% en g.a. en termes nominaux en décembre 2021 à 10,5% en mai, principalement tirée par l'accélération des émissions obligataires.

Achévé de rédiger le 27 juin 2022

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com

