

## UNE ÉCONOMIE FRAGILISÉE À LA VEILLE DU CONGRÈS DU PARTI

Le redressement de l'activité depuis la fin des confinements imposés à Shanghai au printemps dernier a été très progressif. Il s'est renforcé en août, notamment soutenu par l'investissement public et des aides fiscales, mais il devrait de nouveau marquer le pas en septembre. Alors que les exportations commencent à souffrir de l'affaiblissement de la demande mondiale, le maintien de la stratégie zéro Covid et la grave crise du secteur immobilier continuent de peser lourdement sur la confiance, la consommation privée et l'investissement. Seul un assouplissement de la politique sanitaire et de plus amples mesures de soutien au marché immobilier semblent pouvoir sortir l'économie chinoise de sa déprime actuelle. Le 20<sup>e</sup> Congrès du Parti Communiste qui s'ouvre à Pékin le 16 octobre a donc lieu dans un environnement économique particulièrement fragile.

## UNE CROISSANCE FORTEMENT RALENTIE

L'activité se redresse lentement depuis fin mai, date à partir de laquelle les confinements imposés dans d'importants centres économiques tels que Shanghai ont été assouplis. Le rebond de la production industrielle a été progressif, celui dans les services plus tardif et plus poussif. La croissance a toutefois surpris positivement au mois d'août. Elle s'est raffermie dans l'industrie (+4,2% en g.a. après +3,8% en juillet et +0,6% au T2 2022) et dans les services (+1,8% en g.a. après +0,6% en juillet et -3,3% au T2) en dépit des nombreux vents contraires (nouvelles restrictions à la mobilité, baisse de la production d'hydroélectricité et rationnements dans plusieurs provinces, ralentissement des exportations). Les politiques de soutien des autorités ont largement contribué à cette amélioration. Elles ont notamment permis un rebond des ventes automobiles (encouragées par des mesures fiscales) et de nouveaux investissements publics dans les projets d'infrastructure.

Cependant, le redressement de l'activité devrait s'interrompre à nouveau en septembre : les freins internes à la croissance restent puissants et l'environnement externe se dégrade. Le ralentissement des exportations en août a été notable et généralisé (+7% en g.a. après +17% en moyenne sur les trois mois précédents). Il devrait se poursuivre à court terme étant donné l'affaiblissement de la demande mondiale. Les sous-composantes « nouvelles commandes à l'exportation » des indices PMI du mois de septembre ont d'ailleurs chuté, confirmant les nouvelles difficultés du secteur exportateur. Or, les ventes à l'export ont été un moteur essentiel de la croissance chinoise au cours des deux dernières années, et l'activité tirée par le marché intérieur aura bien du mal à prendre le relais.

Premièrement, la politique zéro Covid reste très stricte (même si elle a été légèrement ajustée début juillet) et devrait être maintenue au moins jusqu'à fin 2022. Le nombre de nouveaux cas de Covid est remonté au cours de l'été et le niveau moyen des restrictions à la mobilité dans le pays a ré-augmenté. Certes, il reste loin de son niveau d'avril et mai et des perturbations aussi importantes qu'à Shanghai au printemps dernier sont dorénavant peu probables. Néanmoins, la menace permanente de nouvelles restrictions pèse lourdement sur la confiance des Chinois. Les confinements imposés à Chengdu et à Shenzhen la première quinzaine de septembre ont, de fait, été temporaires mais stricts, et ils ont fortement gêné l'activité, notamment dans les services. Les ventes au détail, qui se sont redressées en août, devraient à nouveau ralentir en septembre (en termes réels, les ventes ont augmenté de 3% environ en g.a. en août, après avoir stagné en juillet et chuté de 7% au T2).

### PRÉVISIONS

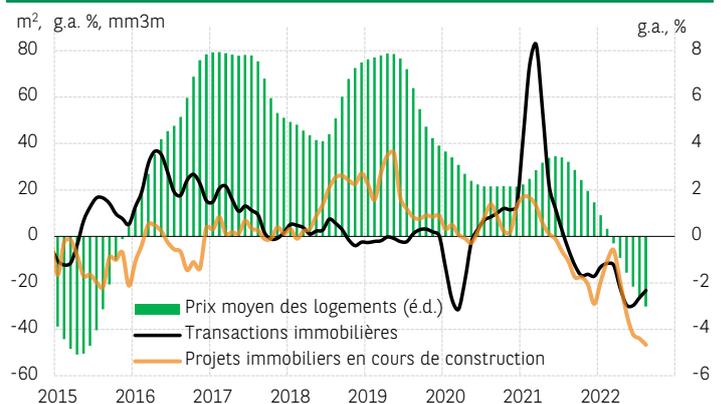
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	6,0	2,2	8,1	3,0	5,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,9	2,5	0,9	2,3	3,1
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2,8	-3,7	-3,1	-2,8	-3,2
Dettes officielle du gouv. général, % du PIB	38,6	45,9	46,9	50,5	51,5
Solde courant, % du PIB	0,7	1,7	1,8	1,9	1,7
Dettes externe, % du PIB	14,5	16,3	15,5	16,4	16,9
Réserves de change, mds USD	3 108	3 217	3 250	3 220	3 200
Réserves de change, en mois d'imports	14,9	16,2	12,6	11,5	10,7

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

### CHINE : LE SECTEUR IMMOBILIER S'ENFONCE DANS LA CRISE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : NBS, REFINITIV, BNP PARIBAS

## UN SECTEUR IMMOBILIER EN CRISE

Deuxièmement, la crise dans le secteur immobilier se poursuit. Les transactions immobilières, les projets en construction et les mises en chantier ont continué de chuter rapidement en août (graphique 1). Le prix moyen des logements (des 70 principales villes) a baissé de 3,4% depuis un an, soit une baisse étonnamment modérée au vu de l'effondrement des volumes d'activité.

Ces dernières semaines, les autorités ont multiplié les initiatives pour contenir la crise immobilière. D'une part, les mesures ont visé à encourager le crédit et la demande de logements (baisse des taux d'intérêt, en particulier sur les prêts hypothécaires<sup>1</sup> ; assouplissement des règles prudentielles avec, notamment, une hausse du ratio prêt/valeur maximum autorisé dans certaines provinces). D'autre part, les autorités ont cherché à améliorer la trésorerie des promoteurs et à achever les chantiers de construction de logements toujours en cours. Un des principaux objectifs est de rassurer au plus vite les acheteurs qui ont prépayé leur logement mais n'ont pas encore été livrés et, dans certains cas, ont interrompu le remboursement de leur crédit.

Les principales banques ont donc été incitées à accorder des financements « raisonnables » à certains promoteurs, et la société publique *China Bond Insurance Co. Ltd* a apporté des garanties aux emprunts obligataires sur le marché local de quelques promoteurs privés. Par ailleurs, des collectivités locales ont créé des fonds de sauvetage et pris des mesures administratives incitatives pour s'assurer de l'achèvement des chantiers. Les banques publiques de développement doivent également accorder de nouveaux financements pour redémarrer certains chantiers suspendus.

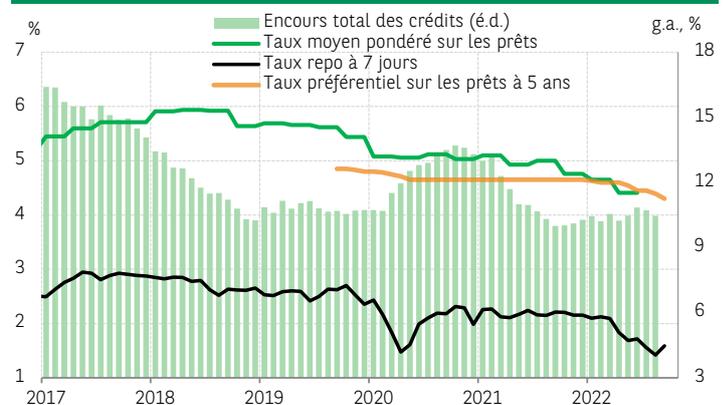
Les effets de ces mesures de soutien sont jusqu'à maintenant restés très limités. Après trois ans de ralentissement, la croissance de l'encours des crédits bancaires aux promoteurs immobiliers ne s'est que légèrement redressée et demeure faible (+1,5% en g.a. au T2 2022 contre 0,8% fin 2021). Les promoteurs restent étranglés financièrement par le manque de financements et la chute des ventes. La croissance des prêts hypothécaires aux ménages a continué de ralentir au S1 2022 (+5,6% en g.a. au T2 contre 6,6% fin 2021). Plus généralement, l'assouplissement monétaire des derniers mois en Chine a été prudent et n'a pas conduit à une accélération du crédit : la croissance de l'encours total des financements à l'économie est restée quasiment stable à 10,5% en g.a. en août, contre 10,3% fin 2021 (notamment tirée par les émissions obligataires des collectivités locales), et la croissance des prêts bancaires est passée de 11,6% fin 2021 à 10,8% en août (graphique 2).

L'activité dans le secteur immobilier et la construction ne montre aucun signe de reprise, et la confiance des investisseurs, des créanciers et des ménages est affaiblie par la baisse des prix immobiliers, la non-livraison des logements prépayés et la multiplication des défauts de paiements des promoteurs sur les crédits bancaires et obligataires. Les répercussions de la crise immobilière sur le reste de l'économie sont amplifiées par cette perte de confiance, importante et probablement durable.

## DES CHOIX À FAIRE

Un plan de soutien plus vaste serait indispensable pour sortir le marché immobilier chinois (et l'économie) de la déprime actuelle – au prix d'une interruption du processus de désendettement des promoteurs. Dans le même temps, cependant, la marge de manœuvre des autorités est fortement contrainte, principalement à cause de la dette déjà excessive de l'économie et de la fragilité croissante des finances des collectivités locales. Ces dernières, déjà bien endettées, sont frappées de plein fouet par la baisse de leurs recettes budgétaires (-6,5% en g.a. sur les huit premiers mois de 2022) consécutive au ralentissement de la croissance et, surtout, par la chute de leurs revenus fonciers due au recul des ventes des terrains (-28,5% en g.a.).

### CHINE : L'ASSOULPISSEMENT MONÉTAIRE A PEU D'EFFET SUR LE CRÉDIT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : PBOC, CEIC, REFINITIV, BNP PARIBAS

L'action de la Banque centrale est quant à elle également gênée par la hausse du différentiel entre les taux américain et chinois – alors que les tensions inflationnistes restent modérées (l'inflation des prix à la consommation a atteint 2,5% en g.a. en août 2022, contre 1,5% en mars).

Le 20<sup>e</sup> Congrès du Parti Communiste, qui se tiendra à Pékin du 16 au 22 octobre, aura donc lieu dans un environnement économique fragile et complexe. Le Congrès doit nommer les 25 nouveaux membres du *Politburo* du Parti et les 7 membres de son comité permanent, et Xi Jinping devrait être nommé Secrétaire général du Parti pour un troisième mandat de cinq ans. Le Congrès devrait également fournir de nouvelles informations sur la stratégie de développement et l'orientation des politiques économiques pour les cinq prochaines années – même si les nouveaux responsables économiques ne seront désignés que lors de l'Assemblée nationale populaire de mars 2023.

Étant donné l'ampleur du ralentissement de la croissance depuis le début de l'année, la faiblesse de la demande intérieure et le récent fléchissement du commerce extérieur, le développement économique du pays devrait être replacé en tête des priorités des dirigeants chinois. Il est probable qu'un assouplissement de la politique zéro Covid et que de nouvelles mesures de soutien au marché immobilier soient mis en œuvre d'ici le début de l'année 2023. Par ailleurs, Xi Jinping pourrait relancer sa stratégie visant à promouvoir : i) le concept de « double circulation » : le marché intérieur et la consommation privée doivent être renforcés autant que les activités tournées vers les marchés extérieurs, et la « sécurité nationale » doit être assurée (accès aux ressources essentielles, autosuffisance des secteurs technologiques) ; et ii) la « Prospérité Commune », la priorité devant être notamment donnée à l'amélioration de la protection sociale et à la réduction des inégalités.

**Christine PELTIER**

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

<sup>1</sup> Le taux préférentiel sur les prêts à cinq ans (*Loan Prime Rate*), qui sert de taux de référence pour les prêts au logement, a été abaissé de 4,65% à 4,3% depuis le début de l'année. Et les taux minimum autorisés sur les prêts au logement viennent d'être assouplis. En conséquence, le taux moyen sur les prêts hypothécaires aux primo-accédants a atteint 4,15% en septembre 2022, contre 5,42% il y a un an.

