

### Chine : l'esquive<sup>1</sup>

La croissance chinoise a été de 5,2 % en 2023, après 3 % en 2022. L'objectif du gouvernement est de maintenir une croissance autour de 5 % en 2024. Au printemps 2024, la question est de savoir si cet objectif pourra être atteint grâce au soutien de la demande intérieure, et en particulier de la consommation des ménages, alors que l'ajustement du secteur immobilier se poursuit, ou si le gouvernement comptera sur la demande extérieure pour tirer la croissance. Cela mettrait en suspens le rééquilibrage de la croissance chinoise en faveur de la demande intérieure. Les exportations chinoises ont en effet renoué avec un fort dynamisme dans la période récente, soutenues par une évolution favorable de la compétitivité-prix. Il semble qu'à court terme, le gouvernement chinois choisira cette voie, et n'impulsera pas de mesures d'amélioration du système de protection sociale, qui soutiendraient le revenu et à la consommation des ménages.

#### **Croissance : 2023, objectif 5 % atteint...**

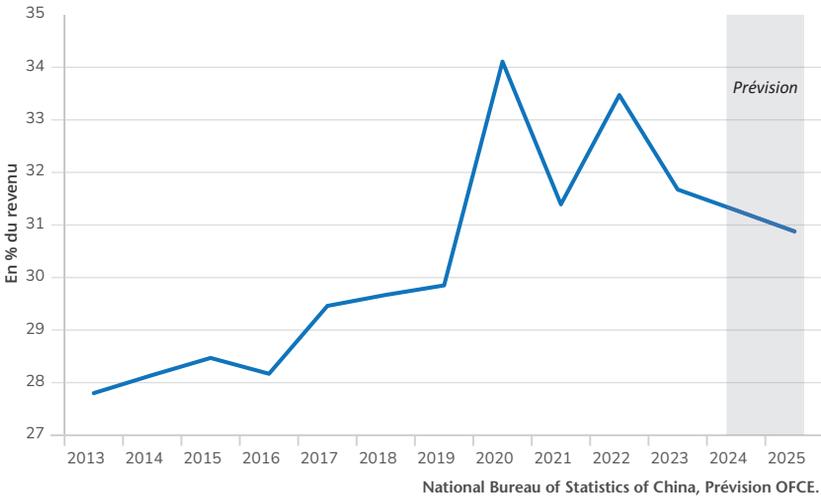
Le PIB chinois a augmenté 5,2 % en 2023, après 3 % en 2022. L'objectif d'une croissance « autour de 5 % » qu'avait fixé le gouvernement chinois pour 2023, en mars de la même année, a donc été atteint. La consommation a été le principal moteur de la croissance, contribuant à hauteur de 4,3 points (après 1,5 point seulement en 2022), tandis que l'investissement contribuait à hauteur de 1,5 point (comme en 2022) et que les exportations nettes contribuaient à faire baisser le PIB de 0,6 point (après une hausse de 0,5 point en 2022, tableau annexe).

En 2023, la consommation des ménages a été soutenue par la progression des revenus ainsi que par une baisse de 1,8 point du taux d'épargne, revenu à 31,7 %. La fin des restrictions sanitaires a permis aux ménages d'augmenter nettement leur consommation de services de voyages (transport, hôtellerie-restauration). En 2023, le taux d'épargne des ménages restait cependant supérieur à son niveau pré-covid, qui était légèrement inférieur à 30 % (graphique).

---

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

Graphique 1. Taux d'épargne des ménages



Alors que la croissance a été plus soutenue en 2023 qu'en 2022, il est difficile de se faire une idée de l'évolution du marché du travail. L'Institut national des statistiques chinois (*National Bureau of Statistics of China*, NBSC) publie en effet peu d'informations conjoncturelles sur le marché du travail. Les seuls indicateurs publiés mensuellement sont les taux de chômage (estimés selon les concepts du NBSC). Le taux de chômage urbain a baissé en 2023 : passant de 5,6 % en février à 5 % en novembre. Mais il est légèrement remonté depuis, à 5,2 % en février 2024. Le NBSC avait par ailleurs suspendu, en juillet 2023, la publication du taux de chômage des jeunes, généralement considéré comme un meilleur indicateur de l'évolution des tensions sur le marché du travail en Chine, que le taux de chômage urbain. Or le taux de chômage des jeunes avait nettement accéléré à partir de la fin de 2022, passant de 17,1 % en novembre à 21,3 % en juin 2023, alors que le taux de chômage urbain s'affichait en légère baisse. Après plusieurs mois de suspension, le NBSC a recommencé à publier un taux de chômage des jeunes, dont il précise qu'il exclue les étudiants, à compter de décembre 2023 : le taux de chômage des 16-24 ans, alors de 14,9 %, est passé à 14,6 % en janvier 2024 puis à 15,3 % en février. Les deux indicateurs de taux de chômage ont donc connu une légère remontée au tournant 2023/2024.

Les prix à la consommation ont été orientés à la baisse en 2023, l'indice des prix à la consommation affichant un recul de 0,8 % sur un

an en janvier 2024, contre +1 % un an plus tôt. Ce sont les prix des produits alimentaires qui ont connu les plus fortes baisses (-5,9 % sur un an en janvier), dont les prix de la viande (-12,7 %) et ceux des fruits frais (-9,1 %). Hors énergie et alimentation, l'indice des prix à la consommation était en hausse de 0,4 %. Le point bas pourrait cependant avoir été atteint en début d'année, les prix à la consommation affichant une hausse de 0,7 % sur un an en février 2024, malgré un recul de 3,4 % pour les produits alimentaires, et une hausse de 1,2 % hors énergie et alimentation.

### ***Poursuite de l'ajustement du secteur immobilier***

Le secteur immobilier, qui avait été très dynamique en Chine dans les années 2000, a poursuivi son ajustement engagé depuis le durcissement de la législation sur l'endettement immobilier en août 2020. Pour limiter les faillites de promoteurs, dont certains comme Evergrande sont porteurs d'un risque systémique, le gouvernement s'est rapidement 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 2023, la valeur ajoutée du secteur de la construction représentait 7 % de la valeur ajoutée totale, celle des services immobiliers 6 %. Selon Rogoff et Yang<sup>2</sup>, l'ensemble du secteur immobilier chinois représentait près de 30 % de la valeur ajoutée sur la base des tableaux entrées-sorties de 2016. Rogoff et Yang estimaient 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.

Les investissements des promoteurs immobiliers, qui avaient chuté de 10 % en 2022, ont à nouveau chuté de 9,6 % en 2023 (dont une baisse de 9,3 % pour les bâtiments résidentiels, qui représentent 75 % des investissements immobiliers, de 9,4 % pour les bureaux et de 16,9 % pour les surfaces commerciales). Les ventes de bâtiments ont baissé de 6 %, tandis que les surfaces mises en chantier chutaient de 20 %. Sur les deux premiers mois de 2024, les investissements des promoteurs immobiliers restaient en baisse de 9 % sur un an. Mais plusieurs indicateurs connaissaient alors une nouvelle dégradation, dont les surfaces mises en chantier en baisse de près de 30 % sur un an. L'ajustement est loin d'être achevé.

---

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

### ***Un policy-mix sous contraintes***

Le gouvernement continue d'éviter que l'ajustement du secteur immobilier prenne trop d'ampleur. Ainsi, la Banque Populaire de Chine a progressivement baissé ses taux d'intervention au cours des derniers mois, dont la dernière fois en février, lorsqu'elle a abaissé le taux de référence des emprunts hypothécaires de 4,25 % à 3,95 %, en maintenant à 3,45 % celui des emprunts à un an. A l'horizon de la fin 2025, la Banque centrale continuerait d'adapter sa politique monétaire pour limiter les risques de faillites en chaîne des promoteurs immobiliers. Sa tâche pourrait s'avérer un peu plus délicate si la Réserve fédérale américaine ne baissait pas ses taux en cours d'année, le creusement de l'écart des taux entre les deux pays risquant de conduire à une nouvelle chute du yuan vis-à-vis du dollar, ce que la Chine ne souhaite pas actuellement, ne serait-ce que pour éviter d'accroître davantage les tensions avec les États-Unis.

La politique budgétaire, après avoir légèrement freiné la croissance en 2023, avec une impulsion budgétaire de -0,3 point de PIB selon le FMI (Fiscal Monitor, octobre 2023), serait neutre cette année et légèrement restrictive l'an prochain (de -0,2 point). Sous les hypothèses de croissance du FMI d'octobre dernier (4,2 % en 2024, 4,1 % en 2025), le déficit public, qui avait atteint 7,3 % du PIB en 2023 serait de 7,5 % du PIB en 2025 ; la dette publique rapportée au PIB augmenterait de 9 points entre 2023 et 2025, où elle atteindrait 92 % du PIB.

## **2024-2025 : Objectif 5 %**

### ***Vers une croissance de 5 %***

Après avoir augmenté de 1,5 % au troisième trimestre et de 1 % au quatrième trimestre 2023, la croissance pourrait se poursuivre à un rythme trimestriel moyen de 1,2 % en 2024. Les indicateurs conjoncturels signalent une certaine accélération de la production industrielle au cours des derniers mois : en février 2024, celle-ci était hausse de 7 % sur un an, contre 2,4 % seulement un an plus tôt. Dans la seule industrie manufacturière (+7,7 % sur un an), la production de batteries pour les véhicules électriques et de composants électroniques est particulièrement dynamique (avec des hausses de plus de 40 % sur un an).

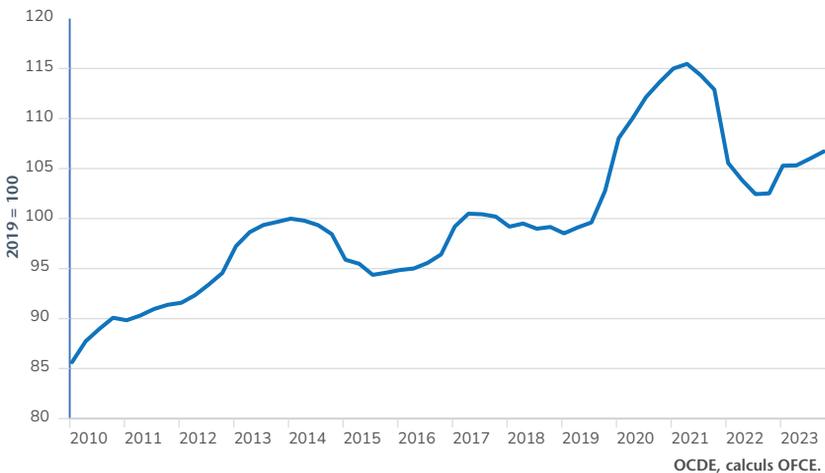
Les investissements étaient pour leur part en hausse de 4,2 % sur un an en février 2024, contre 5,2 % il y a un an. Mais la hausse est de plus de 9 % si l'on exclue les investissements des promoteurs immobiliers.

Les ventes de détail étaient en hausse de 5,5 % sur un an en février, contre 3,5 % un an plus tôt, une normalisation s'étant engagée après le point haut de 18 % sur un an en mai 2023, portée par la forte accélération des ventes de services, notamment dans la restauration et les voyages. Ces ventes restent cependant dynamiques (en hausse de 12 % sur un an en février).

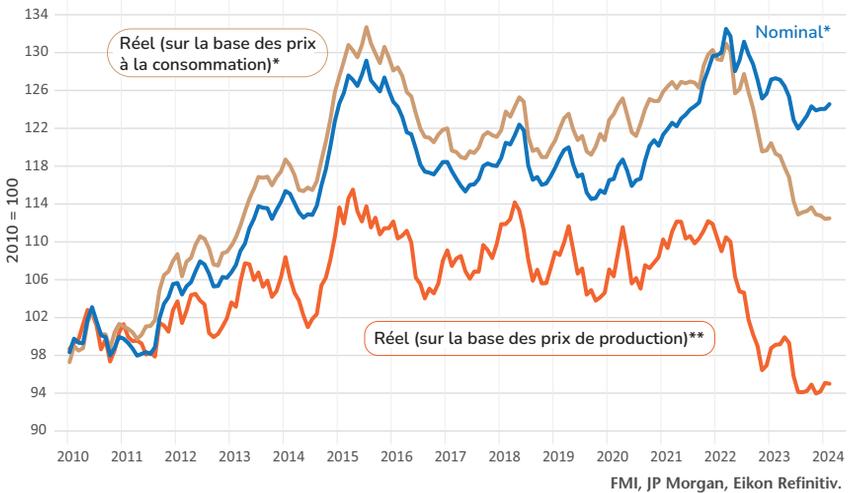
### **Qui serait facilitée par les exportations**

Les exportateurs chinois avaient connu de forts gains de parts de marché pendant la période COVID, lorsque les usines chinoises produisaient des produits fortement demandés par le reste du monde (équipements informatiques et électroniques, matériels de protection sanitaire). Ce mouvement s'était inversé à la sortie de la crise COVID. Mais, au cours des derniers mois, les exportateurs chinois ont de nouveau gagné des parts de marché (graphique 2). Cela a été facilité par une amélioration de leur compétitivité-prix : de l'été 2022 à l'automne 2023, le taux de change effectif du yuan s'est déprécié de plus de 6 %, tandis que dans le même temps les prix de production chinois augmentaient moins vite que ceux de leurs concurrents étrangers (soit une baisse supplémentaire de 6 %, graphique 3). Par ailleurs, les producteurs chinois bénéficient d'une spécialisation porteuse sur des biens actuellement très demandés, dont les biens électroniques et informatiques. Ils se sont aussi rapidement spécialisés dans la production de batteries et véhicules électriques, et ont pris de l'avance sur leurs partenaires nord-américains et européens.

Graphique 2. Parts de marché chinoises (biens et services, volume)



Graphique 3. Chine : Évolution des taux de change effectifs



En 2024, la croissance chinoise serait de 4,7 %, proche de l'objectif de 5 % fixé par le gouvernement, et de 4,6 % en 2025 (tableau). La consommation resterait le principal soutien à la croissance, tandis que la progression de l'investissement continuerait d'être freinée par la poursuite de l'ajustement du secteur immobilier. Comme lors de nos précédentes prévisions, nous maintenons un scénario dans lequel le gouvernement parviendra à éviter des faillites en chaîne de promoteurs immobiliers. La contribution des exportations nettes à la croissance serait légèrement positive en 2024 et 2025, les exportateurs chinois tirant parti de leur position compétitive favorable et de leur spécialisation porteuse sur des biens actuellement très demandés. La poursuite de gains de parts de marché des exportateurs chinois à l'horizon 2025, permettrait, malgré une demande adressée peu dynamique, une contribution positive des exportations nettes à la croissance.

Ceci soulèverait cependant à nouveau la question du rééquilibrage de la croissance chinoise. Le gouvernement chinois compte avant tout sur la poursuite de la montée en gamme de la Chine dans des secteurs porteurs de haute technologie, qui permet à court terme d'exporter massivement et assurera à moyen terme l'approvisionnement du marché intérieur. La montée en puissance récente des producteurs chinois de véhicules et de batteries électriques, aujourd'hui en position dominante sur les marchés à l'exportation, fait cependant ressurgir des tensions entre l'administration américaine et la Chine, surtout si les

Républicains, menés par Donald Trump, emportent les prochaines élections américaines, et dans une moindre mesure entre l'UE et la Chine.

À l'horizon 2025, le principal risque à la baisse de la croissance chinoise reste, sur le plan intérieur, celui d'une accélération de la chute du secteur immobilier. Le principal aléa à la hausse serait un soutien supplémentaire à la croissance provenant d'une baisse plus nette du taux d'épargne des ménages. Notre scénario inscrit en effet une baisse de l'ordre de 0,5 point par an du taux d'épargne des ménages en 2024 et 2025, qui ne ramènerait pas ce dernier au niveau d'avant crise, les ménages chinois gardant une certaine prudence, en particulier au vu de l'ajustement en cours dans le secteur immobilier. Sur le plan extérieur, le risque existe d'une demande moins dynamique que prévu, notamment en provenance d'Europe, et de montée des tensions géopolitiques, qui freineraient les exportations chinoises, rendant l'objectif de croissance de 5 % moins facilement atteignable.

### Chine : résumé des prévisions

En %

	2021	2022	2023	2024	2025
<b>PIB</b>	<b>8,4</b>	<b>3,0</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>
Consommation	9,0	1,8	8,0	6,0	5,6
Investissement	3,8	3,7	3,5	3,1	3,3
Exportations	18,3	3,3	2,3	4,0	4,5
Importations	9,0	1,0	6,4	4,4	4,6
<i>Contributions</i>					
Consommation	4,9	1,0	4,3	3,3	3,2
Investissement	1,7	1,5	1,5	1,3	1,3
Exportations nettes	1,9	0,5	-0,6	0,1	0,1
Exportations	3,3	0,7	0,5	0,8	0,9
Importations	1,5	0,2	1,0	0,7	0,7

National Bureau of Statistics of China, Prévision OFCE avril 2024.

Note : estimations OFCE pour les exportations et les importations.

