



**MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE,
DES FINANCES
ET DE LA SOUVERAINETÉ
INDUSTRIELLE ET NUMÉRIQUE**

*Liberté
Égalité
Fraternité*

Direction générale du Trésor



BULLETIN D'ANALYSE ÉCONOMIQUE

GRANDE CHINE

UNE PUBLICATION DU SERVICE ÉCONOMIQUE RÉGIONAL

DE PÉKIN

T4 2022

L'année 2022 ne restera pas à l'évidence comme le meilleur millésime de l'histoire économique chinoise des dernières décennies, bouleversée qu'elle a été par la pandémie, la géopolitique et la crise immobilière... Elle s'achève sur des interrogations et des signes d'espoir : la levée de contraintes de la politique 0 covid permettra-t-elle un rebond, les à-coups et le stop and go qui ont caractérisé 2022 seront-ils surmontés, le débat entre réouverture et fermeture sera-t-il tranché ?

A chacun de se faire son opinion, éclairée par nos productions de ce dernier Bulletin de l'année. C'est en tout cas le vœu que nous formulons, en vous souhaitant de joyeuses Fêtes !

Excellente lecture !

Jean-Marc FENET et l'équipe du SER de Pékin

SOMMAIRE

Où en est la stratégie de decarbonation chinoise ?	3
La stratégie de nationalisation des chaînes de valeur industrielles	7
Des moyens considérables pour une politique industrielle de long terme.....	10
Vers un renversement du secteur automobile au bénéfice des acteurs chinois ?	14
Le <i>cloud</i> public en Chine : un secteur émergent sous le regard attentif de l'Etat	17
Enjeux structurels des finances publiques chinoises	20
Quel futur pour les marchés financiers chinois ?	25
Chine : la fin de la politique 0-Covid pourra-t-elle endiguer le ralentissement économique en cours ?	28
La crise immobilière n'a pas passé son pic	32
La Chine et la sécurité alimentaire mondiale : un rôle ambigu.....	36
Hong Kong saura-t-elle se réinventer face aux défis auxquels elle est aujourd'hui confrontée ?	38

Où en est la stratégie de decarbonation chinoise ?

Le 22 septembre 2020, Xi Jinping annonçait devant l'Assemblée Générale des Nations Unies que la Chine atteindrait le pic de ses émissions carbone avant 2030¹ et la neutralité carbone avant 2060. Depuis lors, les autorités chinoises ont publié une volumineuse série de plans sectoriels, tout en intégrant cette exigence à l'exercice récurrent des plans quinquennaux.

1. L'APPAREIL ADMINISTRATIF S'EST LENTEMENT MIS EN ORDRE DE BATAILLE POUR DECLINER SA STRATEGIE

Signe que l'engagement à la neutralité carbone avait été décidé en petit comité à la tête de l'Etat, l'administration chinoise n'a commencé à s'organiser pour le décliner que plusieurs mois après les annonces. Les premiers plans n'ont été publiés qu'après la mise en place, en mai 2021, d'un « groupe directeur » sur le climat associant les plus hautes autorités administratives aux instances du PCC, sous la présidence du premier vice-Premier ministre, HAN Zheng. A l'automne 2021, quelques jours avant la CoP 26, la Chine a publié son premier plan directeur (selon le schéma dit « 1+N »)². [25 autres plans ont depuis été publiés](#), sans compter le niveau provincial.

Le marché carbone national, lancé à l'été 2021, peine à trouver son rythme de croisière, entre absence d'échéance pour son élargissement promis, prix d'échange faible³, volume de transactions restreint et soupçons de fraude⁴.

2. UNE AMBITION INDUSTRIELLE FORTE, MAIS UNE IMPRECISION SUR LE BUDGET ET LA TRANSITION JUSTE

La Chine poursuit son rythme d'installation d'énergies renouvelables (énergie et chauffage pesant 50% des émissions de CO₂ en 2019, cf. annexe). On compte 655 GW de capacité renouvelable installée à la fin du T1 2022,

¹ Plusieurs études (dont celles de l'Agence internationale de l'énergie et de China Energy Foundation) estiment que la Chine aurait les capacités d'atteindre le pic de ses émissions dès le milieu de la décennie.

² La stratégie nationale chinoise de décarbonation est articulée autour d'un cadre baptisé « 1+N », le document « 1 » symbolisant le plan central et le « N » les divers plans sectoriels. Le document « 1 », intitulé « Avis sur la mise en œuvre complète, précise et globale du nouveau concept de développement pour l'atteinte du le pic des émissions et de la neutralité carbone », publié le 24 octobre 2021, constitue la première formalisation écrite des engagements chinois en matière de climat.

³ Malgré une augmentation continue du prix du carbone (env. 7,5 EUR/t au T2 2022 contre 7,0 EUR/t et 5,6 EUR/t au T4 2021), le volume échangé sur le marché national du carbone continue de chuter au cours du T2 2022 (environ 2,8 % des volumes échangés lors du T4 2021) à cause des incertitudes présentes sur le marché.

⁴ Le ministère de l'Ecologie et de l'Environnement a publié en mars dernier [un communiqué](#) soulignant quatre cas avérés de fraudes venant d'agences de vérification chargées de vérifier les données d'émissions pour des entreprises assujetties au marché carbone. Les fraudes recouvrent une variété de pratiques, notamment la non-conformité de procédures de vérification, la manipulation de données ou encore la falsification de échantillons et la fabrication intégrale de rapports. Les observateurs s'accordent pour dire que ces fraudes ont vraisemblablement joué dans le retard de l'extension du marché carbone à d'autres secteurs économiques, le marché carbone chinois ne concernant pour l'instant que les producteurs d'électricité.

soit plus de 20 fois la puissance française, et la Chine devrait atteindre son objectif de 1 200 GW installés en solaire et éolien en 2030⁵ (soit 25% d'énergie non-fossile dans son bouquet de consommation énergétique)⁶.

S'agissant des bâtiments, les objectifs 7 publiés cette année sont faibles. Ils visent à : (i) la rénovation énergétique (100 M de m² résidentiels et 250 M de m² de bâtiments publics d'ici 2025 ; pour rappel le plan 2016-2020 avait rénové 514 M de m² résidentiels) ; (ii) atteindre 65% d'électrification pour le chauffage des bâtiments d'ici 2030⁸ ; (iv) imposer à l'ensemble des bâtiments en zones urbaines les normes écologiques (d'ici 2025, 30% devront être classé « 1 étoile »⁹).

En matière de transports (9% des émissions), l'objectif d'électrification est cohérent avec la domination chinoise de l'ensemble de la chaîne de valeurs : à l'horizon 2035, 150M de VEN¹⁰ seront en circulation et 50% des véhicules vendus seront des VEN, avec un objectif intermédiaire de 25% en 2025. Selon les données de la China Passenger Car Association (CPCA), la Chine représentait déjà 59% des ventes mondiales de VEN au premier semestre 2022, et les VEN 22% des nouveaux véhicules vendus en Chine sur cette période. Sur les transports lourds, le 14^e plan quinquennal (2021-2025) fixe un objectif de 72% des transports urbains à nouvelle énergie et 20% des transports de marchandises d'ici 2025. Ces objectifs traduisent à nouveau une offre importante de la part des constructeurs chinois. Le respect de la trajectoire de décarbonation chinoise nécessiterait cependant d'importants efforts additionnels sur le secteur des véhicules, comme le souligne une [étude](#) récente menée par l'ICCT¹¹.

Le plan d'atteinte du pic d'émissions pour le secteur industriel (26% des émissions, hors électricité) se borne à rappeler l'objectif global du pic avant 2030 pour les industries et celui du 14^e plan sur la baisse de l'intensité énergétique de 13,5% d'ici 2025. Il prévoit de valoriser davantage le rôle du marché afin d'accélérer la décarbonation, notamment en promouvant le développement du marché carbone et la réforme du marché de l'électricité. L'économie circulaire dans l'industrie bénéficie de quelques objectifs quantitatifs, tels qu'un taux de réutilisation de 57% de déchets solides industriels en vrac d'ici 2025.

L'impact climatique du numérique est pris en compte, notamment la question des centres de données¹². L'interdiction du minage de cryptomonnaies en juin 2021 vient également renforcer cette attention portée à la consommation énergétique du numérique, même si [une étude](#) de l'Université de Cambridge estime que 22% du minage mondial se situerait encore en Chine, certainement dans des installations non déclarées. Les grandes

⁵ Selon la contribution déterminée au niveau national de la Chine soumise en 2021 au titre de l'Accord de Paris.

⁶ Au T2 2022, la production d'énergie primaire d'origine non-fossile était de 21%. Pour rappel, le plan directeur fixe l'objectif de 80% d'énergie non-fossile en 2060.

⁷ Le 14^e plan quinquennal relatif à l'efficacité énergétique des bâtiments et au développement de bâtiments écologiques, publié en mars dernier, et le plan « N » d'atteinte du pic des émissions pour le secteur de la construction, publié en juin dernier.

⁸ L'électrification du chauffage représente en Chine un gain d'efficacité par rapport à la situation actuelle, reposant encore largement sur des chaudières à charbon. Le chauffage individuel traditionnel se fait principalement au charbon (mis à part les 8% de constructions récentes utilisant l'électricité) et les réseaux de chaleur urbain fonctionnent à 73% avec du charbon. Les sources de chaleur du chauffage urbain sont fossiles à 92%, se répartissant entre : cogénération à charbon - électricité et chaleur combinées (45%), chaudières à charbon dédiées au chauffage (27%) et chaudières à gaz (20%).

⁹ Le système de notation « Three stars » classe les bâtiments verts de une à trois étoiles, trois étoiles représentant le niveau le plus efficace.

¹⁰ Les véhicules à énergies couvrent un spectre assez large (électrique, hydrogène, gaz naturel...) mais actuellement ceux sont les véhicules électriques qui tirent leur épingle du jeu.

¹¹ "ICCT's emissions modeling shows that the pace of progress must be accelerated going forward in order to meet the aforementioned commitments. As related in [our recent study](#), extending the current policy mix at a "Low Ambition" rate of progress (see Figure 1) would only reverse the upward emissions trend in the near term, and emissions would then start increasing again."

¹² Le plan vise un taux d'utilisation moyen de 55 % d'ici fin 2022 puis de 60 % en 2023, et une efficacité d'utilisation de l'énergie (PUE pour *power usage efficiency*) qui devrait passer de 1,35 à 1,3 en trois ans. Actuellement, les *data centers* ont un faible PUE (1,57 en moyenne en 2021), les plus efficaces étant d'environ 1,1.

sociétés privées du numérique ont pris volontairement des initiatives dans la mise en place de démarches RSE et un nombre croissant d'entre elles s'engagent à la neutralité carbone¹³.

Le besoin de financement chinois est massif, estimé par UBS à 2000Mds USD par an entre 2020 et 2060.

Cependant, le plan « N » sectoriel consacré au soutien financier se borne à énoncer de grands principes, sans leur adosser de budgets prévisionnels. Si les investissements de décarbonation étaient principalement publics et nationaux, le gouvernement entend maintenant mobiliser les autorités locales (déjà largement surendettées et aux marges de manœuvres réduites) et les institutions financières, ainsi que les mécanismes de marché (certificats verts, certificats de réductions d'émissions) pour aider les entreprises du secteur à soutenir un développement « sain et ordonné » des énergies renouvelables.

De même, les plans ne prennent pas en compte le risque d'effets négatifs sur les populations vulnérables, surtout dans les régions charbonnières (Shanxi, Shaanxi et Mongolie Intérieure). Ainsi, il semble qu'aucun plan sur la transition juste ne soit en préparation et que les autorités centrales comptent sur l'échelon provincial pour amortir le choc, notamment pour les 2,5 M d'emplois dans l'industrie du charbon.

3. UN NET COUP D'ARRET DEPUIS LES DIFFICULTES ENERGETIQUES DE L'ETE 2021

Les deux crises énergétiques de l'été 2021 (liée à la hausse du prix du charbon) et de l'été 2022 (liée à la sécheresse) ont amené les autorités à ralentir le rehaussement de l'ambition climatique. Ainsi, la [directive](#) pour les secteurs du fer et de l'acier reporte le calendrier du pic d'émissions de cinq ans par rapport à l'objectif précédemment annoncé dans la [version](#) préliminaire rendue publique un an plus tôt. De même, le plan quinquennal sur les énergies renouvelables dispose que l'accroissement de la consommation d'électricité du pays serait assuré à plus de 50% par du renouvelable, alors qu'un porte-parole de l'administration nationale de l'Energie avait déclaré en mars 2021 que cette proportion serait de deux tiers environ¹⁴.

Plus structurellement, les autorités ont réagi à la crise énergétique de l'été dernier par des ajustements réglementaires (notamment en autorisant les producteurs d'électricité à revendre leur production à des prix plus élevés, les incitant ainsi à augmenter la production énergétique), mais surtout [en augmentant la production domestique de charbon](#)¹⁵ et par une hausse d'un tiers de l'enveloppe de refinancement pour les projets au charbon.

¹³ Tencent, GDS, Chindata, Alibaba, VNET Group, Athub et Bohao se sont engagés à atteindre 100% d'utilisation d'énergies renouvelables d'ici 2030 (contre une seule entreprise en 2021 : Chindata) et commencent à se procurer de l'énergie renouvelable à grande échelle avec l'usage du stockage d'énergie pour en augmenter la consommation.

Par exemple, VNET Group a déployé un projet PV associé au stockage d'énergie dans son *data center* du Guangdong. L'utilisation de l'hydroélectricité est alors une autre option : Huawei participe ainsi à la construction du plus grand cluster de data centers écologiques de Chine, situé au niveau du barrage des Trois-Gorges dans le Hubei. Une fois le projet achevé, 26 400 racks seront répartis sur plus de 100 000 m², utilisant annuellement plus de 200 GWh d'électricité propre générée par le barrage et l'eau de la rivière pour un refroidissement naturel. Par ailleurs, Tencent, Alibaba et Chindata Group ont enregistré un nombre record de transactions d'énergie verte de 2021 à juin 2022, achetant respectivement 567, 533 et 183 GWh d'énergie renouvelable. Cependant, GDS, opérateur de *data centers*, était encore le seul à utiliser plus de 30% d'énergie renouvelable en 2021, les autres étant en dessous de 10%.

¹⁴ Selon [l'analyse de Bloomberg](#), ce changement de formulation pourrait ouvrir la voie à une croissance de la production d'électricité à partir de charbon.

¹⁵ Le 21 février, la Commission Nationale pour le Développement et la Réforme (NDRC) a annoncé l'approbation de trois nouveaux projets de mines de charbon pour un montant total de 24 Mds RMB (env. 3,4 Mds EUR), et pour une production annuelle de 19 millions de tonnes. Pour mémoire, XI Jinping avait annoncé en avril 2021 que la Chine allait contrôler strictement l'augmentation de la consommation de charbon jusqu'en 2025, avant d'engager une décrue à partir de 2026.



La Chine s'est dotée d'une stratégie de décarbonation en apparence exhaustive, mais paradoxalement floue, la précision de chacun des plans sectoriels restant inégale. Il serait difficile de concevoir que les grandes dates annoncées par le Président Xi ne soient pas tenues, mais le caractère partiel des plans, ainsi que le double effet du ralentissement économique et des crises énergétiques des étés 2021 et 2022 compliquent nettement l'équation. Le pays sera sans doute poussé à utiliser toute la flexibilité qu'il s'est lui-même accordée en renvoyant l'intensification des efforts à 2025, voire après.

Retour au sommaire ([ici](#))

La stratégie de nationalisation des chaînes de valeur industrielles

Depuis 2020, la Chine semble avoir accéléré sa de « nationalisation » des chaînes de valeur industrielles sur les technologies d'avenir. Bien que cette stratégie soit conforme à des objectifs de long terme, elle semble avoir été renforcée par des considérations liées à la « sécurité nationale » face à un environnement international perçu comme instable. Pour ce faire, les autorités chinoises mettent en œuvre des mécanismes économiques et réglementaires pour (1) inciter les entreprises étrangères à transférer leurs technologies les plus avancées en Chine ; (2) remplacer progressivement les entreprises étrangères pour favoriser les concurrents chinois ; (3) soutenir le développement des champions chinois via une politique industrielle tournée vers l'innovation et l'internationalisation.

1. LE RENFORCEMENT DES EFFORTS POUR NATIONALISER LES CHAINES DE VALEUR EST UNE STRATEGIE DE LONG TERME

Dans les secteurs où l'industrie chinoise accuse un fort retard, les entreprises étrangères sont incitées à investir et transférer leurs technologies en Chine afin de contribuer à la montée en gamme l'industrie locale.

- L'exemple le plus évident est celui des **semi-conducteurs**, en particulier sur les équipements et logiciels de production et les matériaux, notamment le carbure de silicium (SiC) et le nitrure de gallium (GaN).
- **La robotique** et les solutions de production avancée sont également un domaine prioritaire : si la Chine est déjà le premier producteur mondial de robots industriels en volume, les industriels locaux se tournent encore vers des équipements étrangers (japonais et allemands notamment) pour les technologies les plus avancées. De même, certains composants (réducteurs, servomoteurs, contrôleurs...) et logiciels industriels sont encore largement dominés par des entreprises étrangères. Plus généralement, les entreprises étrangères contrôlent encore un certain nombre de « technologies d'étranglement » (卡脖子) situées en amont des chaînes de valeur.
- C'est notamment le cas pour les **nouveaux matériaux**, pour lesquels un 14^{ème} plan quinquennal sectoriel fixe des objectifs de contenu local de 75% d'ici 2025, ainsi qu'un ratio de 40% de la valeur ajoutée créée localement pour les produits exportés. Parmi les principaux domaines prioritaires identifiés : les polymères pour les électrolytes de batteries, les fibres de carbone, les aimants à haute performance en néodyme produits à partir de terres rares, ou encore le quartz à haut niveau de pureté utilisé pour la production de fibre optique.
- Enfin, des efforts sont également déployés pour réduire la dépendance de l'industrie chinoise sur les **composants électroniques**. Un plan de développement à horizon 2023 a été publié visant à faire émerger 15 entreprises leaders dans le secteur et augmenter la part de production locale pour atteindre un chiffre d'affaires total d'environ 230 Mds EUR pour l'industrie chinoise. Cela concerne par exemple certains modules de radiofréquence, des capteurs, équipements de communication optiques, connecteurs électriques etc.

Une fois le retard technologique comblé, les entreprises étrangères voient leur accès au marché progressivement restreint. Pour ce faire, les autorités chinoises mettent en œuvre différents outils, tels que:

- De nombreux secteurs restent couverts par la **liste négative** interdisant certaines activités aux investisseurs étrangers.
- **Les restrictions d'accès aux marchés publics**, par exemple dans le cas des équipements et logiciels informatiques. Un comité a été mis en place avec le soutien du MIIT pour favoriser l'utilisation d'équipements et logiciels informatiques produits localement afin de réduire les risques cyber dans l'administration et certains secteurs considérés comme sensibles. Ce comité (*Information Technology Application Innovation Working Committee*) aurait publié un catalogue de plus d'une centaine de produits qui devraient être produits en Chine par des entreprises à capitaux chinois (au moins 80%) et dirigées par des citoyens chinois. Cette initiative s'inscrit dans le cadre de la stratégie Xinchuang (信创), qui faisait déjà partie des plans nationaux pour le développement des industries high-tech « programme 863 » (1986), pour la recherche fondamentale « programme 973 » (1997) et pour les « composants électroniques, les puces et les logiciels fondamentaux » (2009). En 2018, ces critères sont devenus une « stratégie nationale » sous le nom de « système de développement 2+8 » (2+8 发展体系), qui prévoyait que le Parti et l'administration (政党) soient les précurseurs de cette transformation, qui devra dans un second temps s'appliquer à 8 secteurs-clés, à savoir : aéronautique/spatial, opérateurs de services télécoms, réseaux électriques, finance, santé, hydrocarbures, transports et éducation.
- **Le soutien aux industriels locaux via leur accès privilégié aux organismes de standardisation.** Selon la Chambre de Commerce de l'Union Européenne en Chine (EUCCC), le système chinois de standardisation crée des barrières non-douanières en violation des règles de l'OMC. La participation des entreprises étrangères au processus de standardisation reste en outre limitée. 66% des membres du US-China Business Council interrogés en 2020 considéraient ne pas bénéficier du même traitement que les entreprises chinoises dans le processus de standardisation. L'exclusion des entreprises étrangères dans de nombreux domaines traduit la volonté de promouvoir les intérêts des entreprises chinoises lorsque celles-ci disposent de technologies matures. A l'inverse, certaines entreprises étrangères peuvent avoir un accès privilégié aux organismes de standardisation chinois lorsqu'aucune alternative viable n'est disponible sur le marché local. Ces standards sont ensuite promus à l'international, soit par l'intégration de facto dans une offre chinoise sur des marchés où elle est dominante (ex : infrastructures BRI) ou via l'activisme des acteurs chinois dans les organismes internationaux (ISO, UIT...). Parmi les secteurs identifiés comme prioritaires en matière de standardisation figurent notamment les infrastructures, les technologies numériques (blockchain, IoT, 5G, IA), la cybersécurité, les matériaux, ou encore les technologies médicales.

Ce processus de substitution locale, entamé de longue date, est quasiment finalisé dans le secteur des **batteries lithium-ion**, emblématique de la stratégie chinoise consistant à soutenir ses champions nationaux en restreignant son marché intérieur aux entreprises étrangères. En 2020, la Chine représentait 77% de la production mondiale de cellules de batteries. Les leaders chinois cherchent désormais à localiser l'ensemble de la chaîne de valeur, d'abord en Chine, puis dans des pays tiers comme l'Indonésie. Par ailleurs, la Chine a acquis, au début des années 2000 un quasi-monopole sur l'exploitation de **terres rares** grâce à une stratégie de protection de son marché. Ce contrôle s'est ensuite étendu à l'ensemble de la chaîne de valeur suite à l'introduction de quotas d'exportation, au détriment des industries étrangères, un processus qui s'est accéléré ces dernières années. De nombreux autres exemples existent, comme le secteur **ferroviaire**, ou les **télécommunications**.

2. UNE STRATEGIE QUI S'EST ACCENTUEE DEPUIS 2020

La politique industrielle chinoise se focalise de façon croissante sur la question de la sécurité nationale. Le Parti communiste (PCC) joue désormais un rôle direct en central dans de nombreuses politiques économiques, dès lors que celles-ci sont liées à la « sécurité nationale », concept très large qui inclut depuis 2015 la défense des « intérêts économiques nationaux ». En matière économique, cette définition inclut la protection des intérêts économiques chinois, la « prévention et la résistance contre l'impact des risques financiers externes », la protection et l'utilisation rationnelle des ressources naturelles, la sécurité alimentaire mais aussi l'établissement de capacités en matière d'innovation nationale et le développement de technologies avancées dans des « domaines essentiels » sans que ceux-ci ne soient définis.

Depuis 2020, différentes administrations ont pris des mesures pour renforcer les efforts de nationalisation des chaînes de valeur dans les secteurs suivants :

- **Les imprimantes et scanners** En s'appuyant sur des travaux de standardisation techniques, les autorités chinoises ont tenté de contraindre les entreprises du secteur, quasi-exclusivement japonaises, à produire leurs composants-clés sur le territoire chinois, où elles assemblent déjà leurs produits finis.
- **Les véhicules à énergies nouvelles (VEN) et composants** En parallèle de l'affirmation progressive du leadership chinois sur la production de véhicules électriques et de batteries, la Chine vise désormais à réduire sa dépendance aux équipementiers étrangers, déjà très implantés en Chine, sur de nombreux composants comme les puces automobiles, les groupes motopropulseurs, ou encore les alternateurs. Sur le marché des véhicules à hydrogène, sept « composants critiques » ont été identifiés, parmi lesquelles les technologies de piles à combustible.
- **Les dispositifs médicaux** Comme évoqué par Xi Jinping dès 2014, la production locale d'équipements médicaux figure parmi les priorités industrielles chinoises. Les restrictions d'accès au marché pour les entreprises étrangères se sont cependant fortement accentuées depuis 2020. En mai 2021, une circulaire interne du ministère de l'Industrie (MIIT) a listé 315 catégories d'équipements en imposant que les produits soient intégralement produits en Chine. Les entreprises étrangères perdent ainsi progressivement des marchés, à moins d'accepter de délocaliser leur production -ce qui ne semble garantir que provisoirement le maintien des ventes.

L'accumulation de ces mesures protectionnistes s'inscrit dans un contexte de durcissement de la politique industrielle et commerciale chinoise : stratégie de la « circulation duale », développement d'un arsenal juridique offensif à portée extraterritoriale, priorisation des « technologies d'étranglement » et des « technologies tueuses ».

Retour au sommaire ([ici](#))

Des moyens considérables pour une politique industrielle de long terme

Explicitées dans le plan Made in China 2025, les ambitions industrielles chinoises dans les secteurs émergents s'appuient sur un fort soutien des autorités. Celui-ci se caractérise par des subventions directes et indirectes (crédits d'impôts à la R&D accès facilité au crédit, au foncier, soutien à l'export...) couplées à des investissements publics via des fonds dédiés. En parallèle, cette stratégie vise à inciter ou contraindre les entreprises étrangères à investir en Chine pour y transférer leurs technologies et capacités de production. Une fois le rattrapage technologique opéré, la plupart des secteurs stratégiques se ferment aux entreprises étrangères (accès restreint aux appels d'offres, critères d'approvisionnement local, conditionnalité des subventions etc.) tandis que le gouvernement soutient l'internationalisation des champions nationaux.

1. UNE POLITIQUE INDUSTRIELLE CARACTERISEE PAR DES MESURES DE SOUTIEN MASSIVES A L'INDUSTRIE LOCALE

Le système chinois de subventions industrielles est très opaque. Contrairement à ses engagements pris lors de son accession à l'OMC : la Chine n'a non seulement pas mis fin aux programmes de subventions prohibées (subventions à l'exportation ou liées à la teneur en éléments d'origine nationale) ; mais elle ne partage pas les données nécessaires pour avoir une vision d'ensemble sur le soutien industriel accordé par l'Etat, en particulier dans certains secteurs critiques (aluminium, véhicules électriques, verre, construction navale, semi-conducteurs, métal, cf. examen des politiques commerciales de la Chine).

Les subventions chinoises auraient atteint au moins 248 Md\$ en 2019 selon le CSIS (à comparer à 84 Md\$ pour les Etats-Unis ; 15 Md\$ pour la France), soit 1,7 % du PIB (0,4 % pour les Etats-Unis ; 0,6 % pour la France), en se basant sur des hypothèses conservatrices. La trajectoire suivie par la Chine en matière de subventions industrielles est également singulière, en ce que leur niveau ne baisse pas malgré son niveau de développement (entre 2017 et 2019, le montant des subventions a augmenté au même rythme que la croissance du PIB). La Chine se distingue également de par la pluralité des soutiens accordés, et du fort niveau de concentration des aides dans des technologies émergentes ciblées. Des moyens considérables ont en particulier été mobilisés dans le cadre du plan Made in China 2025. Annoncé en 2015, le plan vise à renforcer la maîtrise de technologies fondamentales dans 10 secteurs en fixant des objectifs chiffrés de production locale, avec un soutien à hauteur de 2 160 Md\$ selon les estimations de l'institut MERICS. L'OCDE estime quant à elle que les principales entreprises chinoises du secteur de l'aluminium ont reçu 70 Md\$ de subventions publiques entre 2013 et 2017 ; celles de semi-conducteurs 50 Md\$ entre 2014 et 2018.

La Chine reste fermée à toute évolution de son modèle économique, aussi bien en matière de subventions industrielles que du rôle des entreprises publiques (qui bénéficient d'un accès privilégié aux ressources) malgré son double discours (Xi Jinping a déclaré en 2020 être ouvert aux négociations sur les subventions et les SOEs).

L'ampleur des sanctions mises en place par les Etats-Unis (droits de douanes additionnels sur la majorité des biens chinois, sanctions d'un grand nombre d'entreprises), n'a pas provoqué d'inflexion du modèle chinois. Le phase-one deal consistait principalement en des engagements d'achats chinois de biens américains, dans une logique de commerce administré ; les réformes structurelles devaient faire l'objet d'un accord de deuxième phase dont les discussions n'ont jamais commencé.

2. ATTRACTION, PUIS EXCLUSION PROGRESSIVE, DES ENTREPRISES ETRANGERES SUR LE MARCHÉ INTERIEUR

Dans de nombreux secteurs, le marché chinois se consolide autour de leaders nationaux, et désormais mondiaux.

- C'est le cas notamment pour les **véhicules électriques** où des mesures de soutien massives, y compris au niveau local, ont permis un développement rapide du secteur et l'émergence de marques locales compétitives, y compris à l'international. D'importantes subventions et exemptions de taxes à l'achat ont été réservées aux véhicules chinois. Elles devraient être levées d'ici la fin de l'année 2023, mais les marques chinoises importées continueront de bénéficier des mesures de soutien en Europe, où elles pourraient contrôler 18 % du marché dès 2025 d'après un rapport de la Fédération européenne pour le transport et l'environnement.
- De même, le secteur des **batteries** a vu l'émergence de leaders mondiaux largement subventionnés et protégés de la compétition internationale. Ces acteurs disposent aujourd'hui de la masse critique, et des relais de croissance à l'international, qui leur permettent de s'affranchir progressivement des subventions directes des autorités chinoises. La hausse de la demande pour les véhicules électriques en Europe a attiré de nombreux projets d'investissements, notamment pour l'implantation d'usines géantes (gigafactories) de fabricants chinois, dont les investissements sur le continent ont atteint 6,9 Mds EUR entre 2018 et 2021. En France, Envision AESC ouvrira en 2024 une usine de batteries pour fournir le projet ElectriCity de Renault à Douai. A l'inverse, bien que ces chiffres ne couvrent pas toutes les formes de soutien gouvernemental, CATL présentait en 2021 un ratio subventions/CAPEX de seulement 26%, contre 182% en 2016 (273 M USD de subventions pour un CAPEX de 150 M USD). De nombreuses entreprises ont ainsi été victimes de la consolidation du secteur ces dernières années.
- Dans le domaine des **panneaux solaires** (PV), les subventions commerciales ont finalement pris fin en 2020, sept ans après l'imposition par l'UE des premières mesures anti-dumping, et partiellement levées en 2018. Malgré ces mesures commerciales la Chine contrôlait en 2020 près de 70 % de la production mondiale de PV, y compris via l'implantation de bases de production à l'étranger, et dominait l'ensemble de la chaîne de valeur en amont.
- Enfin, les subventions commerciales pour l'**éolien** onshore ont été supprimées en 2021, conduisant à une consolidation du secteur autour des champions nationaux. Ce processus s'est fait au détriment des entreprises étrangères qui mobilisent désormais leurs capacités de production en Chine pour exporter.

- Une stratégie similaire est actuellement adoptée dans le domaine de **l'hydrogène vert**, où les producteurs chinois d'électrolyseurs bénéficient d'un fort soutien gouvernemental, leur permettant d'être bien plus compétitifs en termes de prix que leurs concurrents étrangers. Dans le domaine des électrolyseurs, l'avantage comparatif des acteurs chinois est significatif en termes de prix, notamment grâce à des subventions des capacités de production. Bien que d'une efficacité inférieure, les équipements produits par les acteurs chinois pourraient à terme concurrencer les leaders internationaux (européens et nord-américains) sur les marchés tiers, dès lors que leur image sera reconnue internationalement.

Dans les secteurs où la Chine a atteint une position dominante, la politique industrielle vise désormais à sécuriser totalement les chaînes de valeur, au détriment des entreprises étrangères.

- C'est le cas notamment dans le domaine des **matériaux de batteries** (cobalt, nickel, lithium, graphite...), où un plan a été présenté en novembre 2022 visant à promouvoir les investissements dans les nouvelles compositions de batteries (batteries solides, sodium-ion...), le développement de capacités de recyclage et de nouvelles capacités de raffinage à l'international, notamment en Indonésie.
- Des initiatives ont également été prises pour sécuriser les **chaînes de valeur du photovoltaïque**. En août 2022, trois administrations ont publié conjointement des « avis sur la promotion du développement coordonné de la chaîne de l'industrie photovoltaïque et de la chaîne d'approvisionnement » visant à promouvoir un développement vertical de l'industrie, incluant les produits en amont et aval des chaînes de valeur (polysilicium, wafers, composants de batteries, systèmes d'intégration etc.).
- De même dans le secteur de **l'hydrogène** des lignes directrices nationales ont été présentées pour développer des capacités locales dans sept composants considérés comme « critiques » (piles à combustible, plaques bipolaires, MEA...), sur lesquels le niveau technologique des acteurs chinois est jugé insuffisant. L'objectif affiché est que 80% de ces composants soient produits en Chine à l'horizon 2030. Selon toute vraisemblance, les entreprises étrangères ne devraient pas être en mesure de bénéficier de ces subventions.
- Ayant acquis depuis les années 2000 un quasi-monopole sur l'extraction de **terres rares** grâce à une stratégie de protection de son marché, la Chine a progressivement étendu son contrôle à la transformation des minerais à la suite de l'introduction de quotas d'exportation. Les entreprises chinoises continuent de renforcer leur position sur la production de composants à base de terres rares (aimants en néodyme, catalyseurs...) grâce à des transferts de technologies étrangères.

Dans les secteurs où la Chine accuse un fort retard, les entreprises étrangères sont incitées à investir et transférer leurs technologies afin de contribuer à la montée en gamme de l'industrie locale. Pour cela, les autorités présentent des listes positives de secteurs encouragés visant à attirer le capital et les technologies étrangères via des mesures incitatives, souvent conditionnées à des obligations de JV ou à la localisation de capacités de R&D. C'est notamment le cas dans les **semi-conducteurs**. Les acteurs chinois ciblent notamment les technologies étrangères pour (1) les équipements et logiciels de production, dont les récentes restrictions d'exportation américaines ont exposé la vulnérabilité, ainsi que (2) les nouveaux matériaux, notamment le carbure de silicium (SiC) et le nitrure de gallium (GaN) sur lesquels les acteurs européens sont bien positionnés. Dans le secteur **aéronautique**, la Chine cherche à remplacer les fournisseurs occidentaux pour plusieurs équipements-clés, dont elle reste largement dépendante. Le gouvernement encourage la montée en gamme des fournisseurs locaux en imposant aux entreprises étrangères souhaitant participer au programme COMAC de produire en Chine



(souvent via des coentreprises) au moins 50 % de la valeur des équipements, et de consentir à des transferts de technologies. Cette stratégie est complétée par une politique ciblée d'investissements à l'étranger.

Dans de nombreux secteurs (véhicules électriques, solaire, éolien, matières premières...), la politique industrielle chinoise, mélange de subventions massives et de protectionnisme élaboré, a permis une domination visible ou prévisible de l'industrie chinoise. Les entreprises étrangères ayant investi en Chine dans ces secteurs ont souvent contribué à cette montée en puissance via des transferts de technologies. Désormais peu compétitives sur le marché chinois, certaines réorientent désormais leurs capacités industrielles en Chine vers les marchés d'exportation.

Retour au sommaire ([ici](#))

Vers un renversement du secteur automobile au bénéfice des acteurs chinois ?

Au second trimestre 2022, BYD a vendu plus de véhicules électriques que Tesla dans le monde. La transition vers les voitures électriques occasionne un renversement des échanges commerciaux entre l'Union Européenne et la Chine dans le secteur automobile. Le Mondial de l'automobile de Paris 2022 illustre cette tendance : les constructeurs chinois y dévoilent leurs nouveaux modèles tandis que des estimations leur attribuent une part de marché de 18 % en Europe dès 2025¹⁶. Dans le même temps, Stellantis a laissé entendre que l'entreprise pourrait se retirer de la production de véhicules sur le marché chinois, illustrant le recul des constructeurs étrangers.

1. LA CHINE S'EST POSITIONNEE COMME LEADER DES VEHICULES ELECTRIQUES

Le développement des véhicules électriques a bénéficié d'une politique industrielle de long terme. Il est identifié parmi les secteurs prioritaires dans le plan *Made in China 2025* et fait l'objet d'une feuille de route dédiée, publiée en novembre 2020 et qui fixe des objectifs ambitieux à long terme¹⁷. Les acteurs chinois se sont développés rapidement grâce à un soutien financier massif (subventions, soutien à des entreprises locales souvent non-rentables) et à la construction de chaînes de valeur complètes, comprenant les batteries (elles-mêmes subventionnées via une stratégie favorisant la production locale), les composants électroniques, ou encore les infrastructures de recharge. En parallèle, le rachat d'entreprises européennes¹⁸ a permis de consolider l'émergence du secteur. Les autorités chinoises ont également assuré des débouchés aux constructeurs de véhicules électriques, via des exemptions de taxe à la consommation¹⁹ ou encore la limitation des véhicules thermiques dans les grandes villes (Pékin, Shanghai, Chengdu, Wuhan).

Les particularités de la mobilité électrique renforcent l'avantage acquis par les constructeurs chinois. L'écart technologique avec leurs concurrents s'est réduit avec la disparition des technologies liées au thermique, maîtrisées par les entreprises européennes. Cela permet de développer des chaînes de production sous forme de plateformes modulaires, plus flexibles et économiques. En particulier, les entreprises chinoises sont bien positionnées sur le segment des véhicules connectés (connectivité embarquée, ADAs...) grâce à des coopérations

¹⁶ Source : Fédération européenne pour le transport et l'environnement, [From boom to brake : is the e-mobility transition stalling ?](#), octobre 2022

¹⁷ A l'horizon 2035, le plan pour le « développement durable et de haute qualité de l'industrie des VEN » prévoit notamment que (1) 150 M de VEN seront en circulation, (2) 50% des véhicules vendus seront des VEN - l'objectif intermédiaire est de 25% en 2025 - et (3) l'ensemble des véhicules de transport en commun seront électrifiés.

¹⁸ Par exemple, Geely a racheté Volvo en 2010 puis Lotus en 2017, avant de prendre une participation minoritaire (9,69 %) dans le capital de Daimler en 2018 ; SAIC a racheté MG en 2007.

¹⁹ Le Conseil des affaires de l'Etat a prorogé, [le 19 août 2022](#), l'exemption de taxe à la consommation pour les véhicules à énergie nouvelle (VEN) d'une année additionnelle, jusqu'au 31 décembre 2023. Il s'agit du troisième allongement de cette mesure initiée en 2014 pour encourager les ventes de VEN. La taxe s'élève à 10% du prix d'achat du véhicule et il est estimé que sa suspension entraînera une réduction fiscale de l'ordre de 100 Mds RMB (14,6 Mds USD).

avec l'écosystème local. Les industriels chinois se démarquent par un temps de développement réduit qui permet de lancer régulièrement de nouveaux modèles, avec l'appui de designers européens.

Jusqu'à présent absentes des marchés développés, les marques chinoises s'adressent maintenant au marché européen. La Chine enregistre un excédent commercial croissant avec l'UE pour les échanges de voitures électriques et plusieurs marques chinoises (BYD, Nio, Xpeng), ont récemment annoncé l'introduction de nouveaux modèles sur le marché européen. Elles s'appuient notamment sur des réseaux de concessionnaires ou de loueurs (partenariat entre BYD et Sixt), et mettent en place des offres de *leasing* (Nio en Norvège). Les marques chinoises ont également des plans à long terme d'implantations industrielles et de localisation des chaînes de valeur (usine Nio de stations d'échange de batteries en Hongrie²⁰ où CATL a annoncé un projet de gigafactory de batteries). Les marques chinoises devront néanmoins faire des efforts pour adapter leurs produits et renforcer leur image de marque en Europe, où elles restent largement méconnues.

Les marques chinoises rencontrent peu d'obstacles pour accéder au marché européen. Les taxes à l'importation de VEN chinois en Europe s'élèvent à 10% et ces derniers sont éligibles aux subventions à l'achat non-soumises à une production locale, ce qui n'est pas le cas en Chine et aux Etats-Unis pour les véhicules produits à l'étranger. La plupart des normes techniques et environnementales imposées par l'UE ne constituent pas un obstacle significatif pour les voitures électriques chinoises : outre l'absence de contraintes d'émission, les moteurs électriques, plus compacts, se conforment mieux aux critères imposés par les crash-tests, bien que des inquiétudes en la matière persistent. Ainsi, les constructeurs chinois apparaissent en bonne place pour satisfaire la demande européenne de véhicules électriques et pourraient représenter 18 % du marché à horizon 2025 (contre 5 % au premier semestre 2022). A noter que la stratégie chinoise a jusqu'ici peu misé sur les véhicules hybrides, contrairement aux marques françaises.

Les acteurs chinois se positionnent en amont des chaînes de valeur, notamment sur les batteries (y compris matériaux et recyclage), les semi-conducteurs (composants en carbure de silicium), ou encore les logiciels (conduite autonome, solutions embarquées). Cette réorganisation des chaînes de valeur devrait bénéficier aux fournisseurs chinois, particulièrement dans un contexte où les constructeurs européens sont sous pression pour se tourner rapidement vers l'électrique tout en maintenant des gammes de prix compétitives.

2. DANS LE MEME TEMPS, LE MARCHE CHINOIS SE FERME AUX ENTREPRISES EUROPEENNES

Le 17 octobre, le PDG de Stellantis Carlos Tavares a laissé entendre que Stellantis pourrait cesser la production de véhicules sur le marché chinois: « si on va au bout de notre stratégie, nous n'avons pas besoin d'usines en Chine », déclarant au passage que le groupe était en négociation active avec Dongfeng pour se retirer de la JV DPCA, en charge de la production industrielle dans les deux usines de Wuhan et Chengdu. Ces déclarations font suite à une première alerte de M. Tavares en juillet, quand ce dernier dénonçait une « politisation » du climat des affaires, suite à un refus des autorités d'accepter la prise de contrôle par Stellantis de l'usine GAFCA, héritée de FCA et située à Changsha. Dans le même temps, après s'être retiré progressivement

²⁰ Ouverte fin juillet 2022, cette usine vise des marchés en Allemagne, aux Pays-Bas, au Danemark et en Suède.

du marché chinois²¹, Renault a finalement décidé de céder une partie de ses activités dans la motorisation thermique (Horse) à Geely (40%) et Aramco (20%).

Ces retraits sont illustratifs d'une tendance de fond pour les constructeurs étrangers. Autrefois dominantes, les marques étrangères ne représentaient plus que 45,6% des ventes sur le marché chinois en 2021, une tendance qui s'est fortement accélérée avec la transition vers l'électrique. Seules deux entreprises à capitaux étrangers (SAIC-GM-Wuling et Tesla) figuraient parmi les dix premiers producteurs de VEN en Chine début 2021. Dans ce contexte, la Chine se transforme progressivement en plateforme d'exportation pour certains constructeurs étrangers (Tesla, BMW, Smart, DS, Dacia...) qui bénéficient de coûts de production avantageux, mais constitue également une source d'innovation pour plusieurs groupes qui y ont noué des partenariats approfondis (Volkswagen²², BMW, Daimler), notamment dans le domaine numérique. Ces échecs sont dus à des contraintes réglementaires, commerciales (droits de douanes compris entre 15 et 25%, contre 10% pour les véhicules chinois importés en Europe) et des relations parfois compliquées au sein des JV, mais surtout à l'évolution du marché. La perception des marques locales par les consommateurs chinois s'améliore, à mesure que leurs véhicules montent en gamme, suivant une tendance plus générale de soutien aux marques nationales²³.

Même si la confiance des consommateurs reste à acquérir, les marques chinoises ne rencontrent pas d'obstacles réglementaires majeurs à leur développement sur le marché européen. Elles ont commencé à nouer des relations commerciales via des réseaux de concessionnaires, des entreprises de location, ou encore des sociétés de *leasing*.

Retour au sommaire ([ici](#))

²¹ Renault s'est retiré en avril 2020 de sa principale co-entreprise (avec Dongfeng) et sa co-entreprise avec Brilliance a été placée en liquidation fin 2021. A Nanchang (Jiangxi) et Shiyan (Hubei), les deux dernières implantations de Renault se concentrent sur la production de véhicules électriques destinés à l'export. Renault a annoncé en août 2021 un partenariat avec Geely qui devrait permettre d'introduire des véhicules hybrides en Chine sous la marque Renault en utilisant les technologies et capacités de production de Geely.

²² Volkswagen a annoncé en octobre un investissement de 2,4 Mds EUR, via sa filiale CARIAD, dans une coentreprise (60%) avec l'entreprise chinoise Horizon Robotics (40%), spécialisée dans la conception de puces pour la conduite autonome.

²³ Toujours dominantes sur le segment *low cost* grâce à leur compétitivité sur les coûts, les marques chinoises se montrent davantage réceptives à la demande du marché et se positionnent sur le segment moyen-haut de gamme grâce aux lancements réguliers de nouveaux véhicules permis par des cycles de développement de plus en plus courts, notamment des SUV.

Le *cloud* public en Chine : un secteur émergent sous le regard attentif de l'Etat

Après des débuts relativement lents, la Chine a réalisé d'importants progrès dans sa transition vers le *cloud* et constitue à présent le second marché mondial après les Etats-Unis, suivant une tendance structurelle au recul des architectures informatiques traditionnelles. En particulier, le marché du *cloud* public chinois devrait tripler au cours des prochaines années, passant de 32 Mds USD en 2021 à 90 Mds USD en 2025. Le secteur bénéficie d'un important soutien étatique, tant du point de vue de la planification que des moyens mis en œuvre, avec notamment la favorisation d'acteurs étatiques qui concurrencent des acteurs traditionnels comme Alibaba et Tencent.

Pour mémoire, un service de *cloud* public est mutualisé entre plusieurs clients, tandis qu'un service de *cloud* privé est dédié à un unique client. Il existe trois catégories de services de *cloud computing* : (i) les solutions IaaS (*infrastructure as a service*) offrent un accès à un parc informatique virtualisé ; (ii) les solutions PaaS (*platform as a service*) placent le système d'exploitation et les outils d'infrastructure sous la responsabilité du fournisseur, tandis que le consommateur a le contrôle des applications et peut ajouter ses propres outils ; (iii) les solutions SaaS (*software as a service*) mettent des applications à disposition des consommateurs.

1. DE NOMBREUSES MESURES DE SOUTIEN ETATIQUE ONT MENE A UN MARCHÉ MASSIF MAIS IMMATURE

Le *cloud* public est identifié comme un pilier de l'économie numérique. Dès 2010, le gouvernement chinois a catégorisé le *cloud* parmi les secteurs émergents critiques. En 2015, la stratégie Internet+ a été présentée pour accélérer la numérisation de l'économie chinoise. Cette stratégie a par la suite été complétée par de nombreux plans nationaux et locaux, assortis de mesures financières incitatives, l'objectif affiché étant que 300 000 entreprises migrent vers le *cloud* d'ici 2020. Plus récemment, le 14ème plan quinquennal pour l'informatisation, publié le 27 décembre 2021, préconise d'accélérer la transformation numérique en Chine et d'en favoriser l'innovation (avec notamment pour objectif de porter le taux d'accès au *cloud computing* des équipements industriels d'entreprises à 30 % en 2025, contre 13,1 % en 2020). Le ministère de l'Industrie et des Technologies de l'information (MIIT) a mis en place la régulation du secteur, en publiant successivement un « Catalogue classifié des services de télécommunications » en 2015 et une « Notice sur la régulation de la conduite commerciale des services de cloud » en 2016. Alors que la taille de marché du *cloud* public et le volume de l'économie numérique sont fortement corrélés, la Chine cherche à développer le *cloud* public sur son territoire national en informatisant ses entreprises.

En Chine, l'industrie du *cloud* public n'est pas arrivée au même stade de maturité que dans les autres économies avancées. L'informatique traditionnelle occupe encore une place importante et les organisations ayant entamé leur transition digitale se tournent plutôt vers le *cloud* privé, qui traitait 32% de la charge de calcul en 2021 (contre 27% pour le *cloud* public et 41% pour les serveurs traditionnels). Cela peut notamment s'expliquer par la difficulté de migration plus importante pour le *cloud* public que pour le *cloud* privé. Une « première vague » d'adoption du *cloud* public a tout de même eu lieu au cours de la dernière décennie, grâce au soutien

volontariste des autorités. Cependant, l'usage du *cloud* public se concentre encore largement sur le segment IaaS (74% en 2021). Contrairement à des marchés plus matures comme les Etats-Unis, les segments SaaS (17%) et PaaS (9%) restent ainsi très marginaux. Sur le segment IaaS, les principaux fournisseurs de services sont AliCloud (34,3% en 2021), CTyun (14%), Tencent Cloud (11,2%), Huawei Cloud (10%) et Mobile Cloud (8,4%).

2. UNE NOUVELLE VAGUE D'ADOPTION DU CLOUD PUBLIC SOUS L'EFFET DE LA PLANIFICATION ET DU COVID-19

L'essor du *cloud* public apparaît parmi les priorités de la planification économique chinoise. Le 14^{ème} plan quinquennal (mars 2021) identifie notamment le *cloud* comme une industrie clé, dans la mesure où il permet - entre autres - d'appuyer l'essor de l'intelligence artificielle. Le *cloud* s'inscrit également dans l'initiative des « nouvelles infrastructures », élément important du plan de relance de l'économie chinoise en réponse à l'épidémie de Covid-19, où il est catégorisé parmi les « infrastructures de l'information ». En février 2022, la Commission nationale pour le développement et la réforme (NDRC) a approuvé une initiative pour construire quatre clusters de centres de données, qui devraient recueillir 400 Mds CNY (63 Mds USD). L'objectif est notamment de soutenir les capacités de calcul indispensables à l'économie numérique chinoise.

Le *cloud* public chinois connaît un rattrapage rapide qui tend à s'accélérer avec la crise du Covid-19. La croissance du secteur suit une trajectoire exponentielle, résultat de l'impulsion étatique mais aussi de la crise du Covid-19 qui a favorisé la transition numérique et fait évoluer la mentalité des organisations par rapport au *cloud* public. Le marché du *cloud* public a progressé de 70% entre 2020 et 2021 et cette tendance devrait perdurer selon les estimations de McKinsey, avec une « seconde vague » de migration concernant les entreprises industrielles et manufacturières principalement, suivies par celles de la logistique, de la distribution et de la finance. Néanmoins, le *cloud* privé conserverait sa prédominance sur le *cloud* public à horizon 2025 : il supporterait 42% de la charge de calcul contre 36% pour le *cloud* public (les derniers 22% reposant sur des serveurs traditionnels).

3. L'ARRIVEE D'ACTEURS SOUTENUS PAR L'ÉTAT INTENSIFIE LA COMPETITION SUR LE MARCHÉ DU CLOUD PUBLIC

De nouveaux acteurs soutenus par l'État prennent leur place. Les services de *cloud* public proposés par Zhongke Sugon, Inspur, Unisplendour, CESTC, China Telecom, China Mobile ou encore China Unicom sont souvent favorisés par les entreprises d'infrastructures et les administrations publiques répondant à des consignes et/ou critères de sécurité plus ou moins explicites des autorités. Par ailleurs, un collectif d'entreprises publiques dirigé par China Telecom a lancé le premier service de *cloud* public national, soutenu par la Commission d'administration et de supervision des actifs publics (SASAC), en juillet 2022. Au cours des deux dernières années, certains gouvernements locaux et entreprises publiques avaient migré des plateformes de *cloud* opérées par des entreprises privées vers des plateformes contrôlées ou détenues par des entreprises affiliées à la SASAC (la municipalité de Tianjin avait adressé une demande en ce sens aux entreprises publiques locales en août 2021, leur fixant septembre 2022 comme échéance pour effectuer la transition). Le nouveau service de *cloud* public national a pour objectif « d'aider les SOEs dans leur transformation numérique ».

L'émergence des acteurs d'État remet en question le duopole Alibaba/Tencent, à l'origine dominant sur le marché du *cloud* public. Le fait que près de la moitié des utilisateurs de services *cloud* public soient des entreprises d'internet constitue un facteur de vulnérabilité supplémentaire pour Alibaba et Tencent, alors que les



pressions sur le secteur de la tech se renforcent (notamment pour l'*edtech* et les divertissements en ligne, qui ont dès lors moins recours aux services de *cloud* public). La « seconde vague » de migration vers le *cloud* public, concernant le secteur stratégique et fortement étatisé de l'industrie, devrait ainsi faire l'objet d'une intense compétition entre les acteurs traditionnellement implantés sur le marché et ceux soutenus par l'État. Dans cette perspective, Huawei se situe à mi-chemin entre le duopole Alibaba/Tencent et les acteurs d'État pour obtenir certains marchés. La compétition renforcée sur le marché du *cloud* public redéfinit également le potentiel concurrentiel des acteurs chinois à l'international vis-à-vis des acteurs américains (Microsoft Azure, AWS, Google Cloud principalement), ces derniers restant largement dominants à l'échelle mondiale y compris sur le segment *IaaS*.

Retour au sommaire ([ici](#))



Enjeux structurels des finances publiques chinoises

L'organisation administrative chinoise est particulièrement complexe, avec de nombreux échelons et une grande diversité de situations particulières dans la structure de l'Etat, au-delà de la *summa divisio* entre gouvernement « central » et « local »²⁴. Les finances publiques en sont le miroir. Leur décentralisation a beaucoup contribué à la croissance chinoise en favorisant l'investissement dans les années 2010, mais au prix d'un déficit important et d'un endettement qui s'aggrave avec la crise du Covid-19. Une crise à court terme paraît peu probable, étant donné la garantie de l'échelon central et le fait que la dette publique est largement détenue domestiquement. Mais à long terme, l'accumulation d'investissements peu productifs et la hausse des dépenses de fonctionnement et du poids de la dette pourraient peser sur la productivité et la dynamique économique chinoise. Bien que nécessaire, la réforme des finances publiques se fait attendre.

1. LA CAPACITE DES FINANCES PUBLIQUES A GENERER DE LA CROISSANCE ATTEINT SES LIMITES

La décentralisation a joué un rôle clé dans le « miracle économique chinois », mais au prix d'un endettement important. Le budget public total a été multiplié par plus de 20 entre 2005 et 2020 pour atteindre 24 632 Mds RMB, soit 3 500 Mds EUR²⁵. La décentralisation a permis au pays de se doter rapidement d'infrastructures par la mobilisation de l'investissement public local, dans un contexte où l'ascension hiérarchique des responsables politiques locaux dépendait des bons résultats économiques. Cependant, cette politique a généré un niveau de déficit et d'endettement croissant, que les chiffres officiels ne reflètent que partiellement. Ainsi, là où le Ministère des finances porte le déficit public à - 3,2% du PIB (-3570 Mds RMB soit -510 Mds EUR²⁶) et la dette à 46,8 % du PIB (53 740 Mds RMB soit 7 677 Mds EUR), le FMI considère après recalcul un déficit à 19,9% du PIB (périmètre « augmenté ») et une dette à 96 % du PIB (et prévoit une augmentation jusqu'à 129% du PIB en 2026).

Aujourd'hui, outre les difficultés financières, le modèle de croissance tirée par les investissements publics s'essouffle, avec une dépense publique de moins en moins efficiente et des inégalités grandissantes. Au niveau macroéconomique, ce fonctionnement a accentué les phénomènes de surinvestissement et de mauvaise

²⁴ La distinction française entre déconcentration et décentralisation n'a donc pas cours en Chine. Nous utiliserons ici indifféremment les termes « échelon local », « collectivités locales » et « gouvernements locaux », qui regroupent l'ensemble des autorités publiques hors du gouvernement central.

²⁵ On considère ici le premier compte public : avant transferts, les dépenses des administrations locales s'élèvent à 21 127 Mds RMB en 2021 (soit 85% des dépenses générales officielles nationales), contre 3505 Mds RMB pour le gouvernement central (soit 15% des dépenses générales officielles nationales).

²⁶ Le taux en vigueur dans la note est de 1 EUR pour 7 RMB.

allocation du capital, et les rendements des investissements décroissent ²⁷. Les dérives sociales et environnementales sont également notables. Enfin, l'organisation des finances publiques chinoises a contribué à l'accentuation des inégalités interrégionales (ainsi, les six provinces les plus riches sont celles présentant les exercices budgétaires les plus favorables, et à l'inverse les provinces les plus pauvres affichent les déficits les plus alarmants²⁸).

2. L'ENDETTEMENT DES COLLECTIVITES LOCALES EST SOURCE D'INQUIETUDES

Les collectivités sont confrontées à un manque structurel de ressources. Elles ne disposent que de 55% des recettes publiques (11 108 Mds RMB soit 1 587 Mds EUR en 2021²⁹), pour réaliser 85% des dépenses. En deuxième lieu, la non-perception de nombreux impôts et taxes constitue un manque à gagner : le ratio recettes fiscales/PIB³⁰ de la Chine s'élevait en 2019 à 22,1 % (33,8% pour la moyenne de l'OCDE), et l'impôt sur le revenu représentait 5 % des recettes fiscales contre 24 % pour l'OCDE en 2019, du fait d'allègements et d'évitement fiscal. Par ailleurs, les recettes des gouvernements locaux sont très dépendantes au secteur immobilier local (en moyenne, 44% des recettes). Or, les mécanismes autorisés ne permettent pas de pallier ce problème. L'endettement des collectivités est encadré au niveau national : depuis 2015, elles peuvent émettre des obligations « générales » pour se financer, dans un cadre strict. En définitive, le déficit est en partie comblé par des mécanismes complexes de transferts du gouvernement central, qui représentaient 7% du PIB en 2021.

Elles recherchent donc des sources alternatives de financement, selon des modalités opaques et risquées. Le financement hors bilan se développe. Première source d'inquiétude, les collectivités locales ont recours à des véhicules de financement des administrations publiques locales (LGFV), entités opaques et très diverses dont le rôle est de s'endetter pour le compte des gouvernements locaux, en proposant en garantie des terrains qui leur sont loués par ces derniers quasi-gratuitement³¹. Leur dette, souvent « cachée »³², est estimée à 50 000 Mds RMB

²⁷ Le ratio *Incremental credit-to-output ratio*, ICOR, est obtenu en divisant le ratio investissement/PIB par la croissance réalisée : il permet de mesurer le nombre d'unités additionnelles d'investissement/de capital nécessaire à la réalisation d'une unité additionnelle de production. Plus il est élevé, plus il indique qu'il faut investir davantage de capital pour obtenir un point de croissance. En Chine, il se situe autour de 8 en 2019, quand un ICOR autour de 4-5 indique déjà habituellement une faible rentabilité des investissements.

²⁸ à savoir Pékin, déficit budgétaire de - 3,2 %; Shanghai, -1,5 %; Guangdong, +3,3 %; Fujian, -3,7 %; Zhejiang, -3,7 % et Jiangsu, -3,9 %. A l'inverse, les provinces parmi les plus pauvres présentent les déficits les plus alarmants (Tibet, -87,1 %; Qinghai, -45,6 %; Gansu, -39,5 %, Heilongjiang, -25,6 %; Xinjiang, -23,1 %).

²⁹ On considère ici le premier compte public : avant transferts, les recettes des administrations locales s'élèvent à 11 108 Mds RMB en 2021 (soit 55% des recettes générales officielles nationales), contre 9146 Mds RMB pour le gouvernement central (soit 45% des dépenses générales officielles nationales).

³⁰ Incluant les contributions au titre de la sécurité sociale

³¹ Le mécanisme est le suivant : 1/ Les gouvernements locaux délivrent des permis d'utilisation des terrains vierges (baux) quasi-gratuitement aux LGFV ; 2/ Les LGFV utilisent ces baux comme collatéral auprès des banques publiques locales pour obtenir des crédits mais également auprès des sociétés fiduciaires (recours au *shadow banking*) et sur les marchés obligataires, dans un cadre réglementaire flou et parfois une grande opacité ; 3/ Ces emprunts permettent de financer les services publics, les infrastructures (écoles, hôpitaux, routes) et les services quasi publics (logements sociaux, eau, transports publics), qui peuvent générer des revenus (ex : péage routier, frais d'utilisation de station de traitement des déchets, des eaux, etc.) utilisés pour rembourser les emprunts ; 4/ Les terrains ainsi valorisés constituent un matelas financier plus confortable pour emprunter davantage, conduisant à des dynamiques de surendettement porteuses de risques. En parallèle, la mainmise des gouvernements locaux sur les terrains à céder entretient le cercle vicieux de la hausse des prix, l'activité économique générée par les projets immobiliers engendrant une hausse de la demande immobilière dans la zone, permettant in fine aux gouvernements locaux d'augmenter leurs recettes.

³² La notion de « dette cachée » (ou « dette implicite », « dette hors-bilan », « dette extrabudgétaire ») fait référence à la dette contractée par un gouvernement local au-delà du quota autorisé et ne figurant pas à son bilan.

(7140 Mds EUR, soit 44% du PIB) en 2021³³. En outre, les banques locales³⁴, souvent propriétés de l'autorité locale, consentent des prêts aux collectivités ou à leur LGFV à des taux avantageux, et de nombreuses entreprises publiques participent à la mise en œuvre de la politique budgétaire. *In fine*, les finances locales sont marquées par la dette et par des interconnexions et interdépendances financières opaques.

3. LE COVID A ACCENTUE LES PROBLEMES STRUCTURELS DES FINANCES PUBLIQUES

La crise sanitaire, et surtout la politique « zéro covid » fragilisent les finances, avec la diminution des recettes (-6,6% en g.a. sur les trois premiers trimestres 2022) et l'augmentation des dépenses (+6,2% : les campagnes de tests PCR coûteraient entre 0,8 et 1,8% du PIB cette année³⁵, et les autorités ont déployé un plan de soutien à l'activité). Le déficit officiel est supérieur à 3% du PIB pour la première fois en 2020. Aujourd'hui les collectivités (en particulier les plus vulnérables) sont dans une situation extrêmement tendue et doivent vendre des actifs publics³⁶. Dans ces conditions, l'objectif de déficit pour 2022 à -2,8% paraît inatteignable, malgré l'augmentation des émissions obligataires « hors bilan » et de nombreux transferts en provenance de multiples fonds publics. Outre ces aspects financiers, la crise a renforcé les interconnexions locales entre LGFV, banques et autorités, a encore réduit la transparence sur les transferts entre échelon central et local, et augmenté les inégalités³⁷.

Le risque de défaut d'une collectivité, bien qu'élevé, semble encore lointain du fait du soutien du gouvernement central, et le risque souverain demeure stable. Aucun défaut obligataire d'un LGFV ou de collectivité n'a été enregistré à ce jour. C'est à la fois source de stabilité (un tel défaut aurait des effets de contagion évidents) mais aussi d'instabilité (les incitations à l'assainissement sont très faibles pour les collectivités). Enfin, les transferts du gouvernement central devraient encore au moins pour cette année financer en dernier ressort les gouvernements locaux en difficulté (et la dette du gouvernement central demeure relativement limitée, et est détenue par des investisseurs chinois à 89%³⁸). Un défaut de LGFV pourrait plutôt intervenir lors d'une future phase de croissance économique chinoise, et les autorités feront tout pour en donner des signes avant-coureurs, et en circonscrire les effets potentiellement déstabilisateurs.

Néanmoins, la refonte du système des finances publiques, indissociable des objectifs nationaux d'un développement de qualité, durable et inclusif, peine à voir le jour. Depuis les années 1990 les progrès concrets demeurent faibles : le 14^e plan quinquennal réitère en 2021 plusieurs antiennes (recentralisation, transparence des transferts, renforcement de la fiscalité, encadrement des dettes hors bilan, etc.).

A court terme, la situation financière très difficile des collectivités est source d'inquiétude. Pour autant, un éventuel défaut paraît peu probable : un soutien du gouvernement central devrait intervenir auparavant. En revanche, à moyen terme, on ne peut exclure un défaut d'une collectivité parmi les plus fragiles, ou d'un LGFV. L'échelon central pourrait y voir un

³³ FMI Rapport Article 4.

³⁴ Phénomène affectant particulièrement les Banques Commerciales Municipales (cf. *Subnational Debt of China : The politics-Finance Nexus*, H. Gao, H. Ru, D. Y. Tang, MIT, septembre 2017).

³⁵ D'après le cabinet Sixth Tone

³⁶ Une hausse des recettes non fiscales de 39.9% en g.a. a ainsi été constatée en septembre 2022

³⁷ A titre d'exemple, les coûts liés aux tests Covid dans la ville de Hohhot (Mongolie Intérieure) sont supérieurs aux dépenses médicales globales de la municipalité.

³⁸ Bloomberg, mars 2022

intérêt : malgré les potentiels effets de contagion, un tel événement signalerait la fin du financement des déficits locaux, et renforcerait la transparence et la soutenabilité des finances publiques. Ces éléments sont essentiels pour parvenir à une « croissance de qualité ».

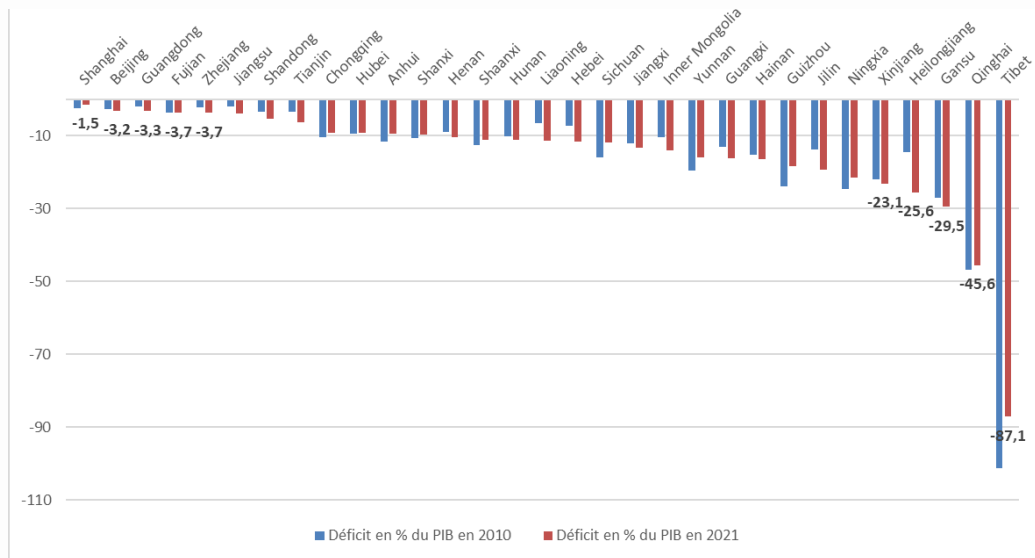
Annexe 1 : Tableau 1 : Déficit budgétaires (objectifs + constatés) selon les différents périmètres

	2018	2019	2020	2021	2022
Déficit budgétaire général officiel (objectif)	-2,6%	-2,8%	-3,6%	-3,2%	-2,8%
<i>Déficit budgétaire général officiel (réalisé)</i>	-2,6%	-2,8%	-3,7%	-3,2%	N/A
Déficit officiel consolidé (objectif)	-4,1%	-4,9%	-11,4%	-7,8%	-
<i>Déficit officiel consolidé (réalisé)</i>	-4,1%	-4,6%	-9,0%	-8,0%	N/A
Déficit budgétaire consolidé (FMI)	-4,7%	-6,3%	-11,2%	-7,9% prev.	-8,1% prev.
Déficit budgétaire augmenté (FMI)	-11,8%	-12,6%	-19,9%	-16,5% prev.	-16,3% prev.

Annexe 2 : Graphique 1 : Evolution du budget général national dit « premier compte public »



Annexe 3 : Graphique 2 : Déficit budgétaire des provinces chinoises en % du PIB



Retour au sommaire ([ici](#))

Quel futur pour les marchés financiers chinois ?

- 1. LES MARCHES FINANCIERS CHINOIS CONNAISSENT UNE FORTE EXPANSION.** Les marchés action et obligation ont été introduits à Shenzhen et Shanghai en 1991. Pour le marché actions, 4604 sociétés sont cotées en Chine continentale pour une capitalisation boursière de 87 781 Mds RMB (13 149 Mds USD). Shanghai et Shenzhen sont les 4^e et 8^e bourses au monde. Côté obligations, leur encours a presque triplé depuis 2015 pour atteindre 133 500 Mds RMB (20 000 Mds USD) à fin 2021 : il s'agit du deuxième marché au monde, après le marché américain.
- 2. CEPENDANT ILS CONTRIBUENT TOUJOURS POUR UNE PART RELATIVEMENT FAIBLE AU FINANCEMENT DE L'ECONOMIE.** Ainsi, la capitalisation boursière et l'encours obligataire en Chine représentent 89 % et 111% du PIB fin 2020, contre 201% et 216% aux Etats-Unis. L'économie chinoise est très bancarisée, avec un encours des prêts bancaires en Chine valant 173% du PIB. L'épargne est d'abord dirigée vers l'immobilier (le patrimoine immobilier représenterait 78 % des actifs des ménages chinois en 2017, contre 35 % aux États-Unis³⁹) plutôt que les marchés (par exemple, les produits de gestion de fortune ne représentent que 4% des actifs des ménages en juin 2022).
- 3. LES MARCHES FINANCIERS CHINOIS SOUFFRENT DE DISTORSIONS LIEES A UNE PRESENCE EXCESSIVE DE L'ÉTAT, EVINÇANT LES ENTREPRISES PRIVÉES.** S'agissant du marché action, sur les 100 premières entreprises en termes de capitalisation, 52 sont détenues par l'Etat ou un gouvernement local en 2022. Les critères de cotation favorisent les grandes entreprises aux profits stables. Les gouvernements locaux, évalués au nombre de sociétés cotées, sont incités à subventionner leurs entreprises pour leur permettre d'accéder à la cotation. Il est enfin estimé que 25% des actions sont « non négociables », donc détenues par des individus (en général PDG, politiques), ce qui compromet la bonne formation des prix. S'agissant des obligations, les entreprises privées ne sont à l'origine que de 9% des émissions obligataires entre janvier et août 2021. En général, les notations sont très élevées (fin 2020, 80% des obligations émises ont une notation AAA- ou supérieure, contre par exemple 7% aux Etats-Unis), du fait d'une perception de garantie implicite pour les entreprises publiques. Ce fonctionnement est progressivement remis en cause, alors que certaines SOE bien notées font défaut sur leurs obligations depuis 2020. La transparence de l'information est progressivement renforcée par la réforme du secteur des agences de notation, qui produit des résultats tangibles : pour le seul mois d'août 2021, ont été constatées 268 révisions de notation à la baisse, soit davantage que pour l'année 2020.
- 4. LES MARCHES MANQUENT ENCORE DE MATURITE, COMPROMETTANT LA BONNE FORMATION DES PRIX.** Il n'y a pas d'investisseur majeur de long terme (les investisseurs institutionnels représentent 17% des investisseurs en Chine, contre 90% à Hong Kong ou au Japon), la sur-représentation des particuliers expliquant la volatilité assez élevée. Les autorités cherchent à renforcer les fonds publics, les compagnies d'assurance, et discutent de la mise en place de fonds de pension. En outre, les marchés sont encore fragmentés entre différentes places, différentes réglementations et des autorités peuvent se faire concurrence. Enfin, des règles limitent les échanges avec une limite de négociation quotidienne fixée à + ou - 10% (si le prix est atteint, il

³⁹ Trésor Eco, *La dépendance de la croissance chinoise au secteur immobilier*, 30 août 2022

devient impossible de passer les ordres) ou la quasi-interdiction des mécanismes de prêts sur marges et de ventes à découvert.

5. **UN MOUVEMENT DE REFORME EST ENGAGE.** Le système d'accès à la cotation a été modifié, réduisant les délais d'approbation et le coût de la procédure pour les entreprises, tout en améliorant les informations transmises au public, permettant une plus juste valorisation des titres lors des IPO. En parallèle, la sortie de la cotation est elle aussi en cours de réforme, pour éviter que des entreprises « zombies », subventionnées par les gouvernements locaux ou fraudant, ne soient artificiellement maintenues dans la cotation. La protection des investisseurs et la lutte contre la fraude sont progressivement renforcées depuis 2020, avec l'unification et le renforcement du régime de sanctions, et la création d'un mécanisme de poursuite judiciaire collectif.
6. **LES MARCHES FINANCIERS CHINOIS S'ADAPTENT PROGRESSIVEMENT AUX DEFIS DE DEMAIN : VERDISSEMENT, INNOVATION, SOPHISTICATION FINANCIERE.** Bien que d'une taille encore relativement limitée (349 Mds USD d'actions vertes soit 2,5% du total), le secteur de la finance verte est en plein essor. Les autorités en limitent progressivement l'opacité et rapprochent les standards chinois des standards internationaux, mais le risque de *green washing* demeure élevé. Par ailleurs, les marchés financiers sont de plus en plus dirigés vers les PME innovantes. Des marchés dédiés ont été créés : le ChiNext en 2009, puis le Shanghai Star Market en 2019 (avec une priorité sur les secteurs stratégiques tels que les produits biopharmaceutiques, la 5G, les semi-conducteurs et les nouvelles énergies) et la Bourse de Beijing en 2021. Elles représentent à elles trois 21% de la capitalisation boursière chinoise. Or, la multiplication de ces bourses, pour des raisons politiques, brouille la lisibilité et compromet la bonne allocation des capitaux. Enfin, l'offre de produits financiers sophistiqués se structure. Le droit des faillites, prélude à la création d'un marché *high yield*, est en construction. Le marché des produits dérivés reste encore à la traine (au total 84 produits de contrats à terme et options sont disponibles en Chine, et les dérivés financiers représentent 10% des produits dérivés contre 80% à l'échelle mondiale) mais se structure : la première loi sur les contrats à terme et les produits dérivés, adoptée en avril 2022, en standardise les règles de négociation, de règlement et de livraison.
7. **L'OUVERTURE INTERNATIONALE DES MARCHES EST AFFICHEE COMME UNE PRIORITE POLITIQUE.** L'engagement à la « promotion de l'ouverture du secteur financier » et à « l'interconnexion des marchés de capitaux domestiques et étrangers » est régulièrement mentionné. En pratique, très progressivement, le champ des produits accessibles pour les étrangers est étendu, les conditions d'obtention des licences assouplies et les quotas d'investissements levés. C'est aujourd'hui surtout par l'intermédiation de Hong-Kong que s'effectue l'ouverture des marchés chinois, avec les programmes « *Connect* » donnant accès aux actions, obligations et ETF chinois aux investisseurs hongkongais, et vice-versa. Entre 70 et 80% des produits financiers chinois détenus par les étrangers le seraient par le biais des « *connect* ».
8. **MAIS EN DEFINITIVE, LES MARCHES FINANCIERS CHINOIS DEMEURENT RELATIVEMENT PEU OUVERTS A L'ETRANGER.** Les étrangers détiennent 3% seulement des encours obligataires chinois *onshore* et 3,8% de la capitalisation boursière chinoise *onshore* à fin septembre 2021. La Chine interdit aux étrangers les investissements dans les entreprises qu'elle juge stratégiques. Plus largement, elle souhaite conserver le contrôle strict de la circulation des RMB et se refuse à ouvrir son compte de capital. En parallèle, la présence chinoise sur les marchés étrangers reste limitée. Les entreprises chinoises cotées aux Etats-Unis font face à un risque d'éviction de la cotation. Enfin, les connexions directes entre marchés chinois et étrangers (par exemple avec Londres, Francfort, Zurich) ont permis à certaines entreprises publiques chinoises d'y émettre des certificats de dépôt et d'y trouver des financements, sans que les entreprises européennes ne soient pour l'instant venues émettre des GDR en Chine.



Depuis 1990, les marchés financiers chinois se développent mais leur sophistication reste lente. Elle s'accélère ces dernières années, alors que les autorités comprennent bien l'utilité de marchés de capitaux dynamiques, modernes et efficaces, face aux besoins nouveaux de l'économie chinoise. Les efforts d'ouverture, de ce point de vue, gagneraient à s'accélérer. Aujourd'hui, le mouvement de réforme pourrait cependant se heurter au retour de l'idéologie en matière économique. Les références des autorités à l'économie dite « réelle », en opposition aux excès de « l'expansion désordonnée du capital », risquent en effet de venir remettre en cause les réformes.

Retour au sommaire ([ici](#))

Chine : la fin de la politique 0-Covid pourra-t-elle endiguer le ralentissement économique en cours ?

En novembre, la tendance au ralentissement s'amplifie : les confinements de plus en plus répandus ont conduit à la sous-performance des ventes au détail, des exportations et de la production. Face à cette forte dégradation conjoncturelle concomitante de la perte de contrôle sur la propagation du virus, les autorités ont annoncé la fin des principaux paramètres de la politique 0-Covid. A court terme, c'est dorénavant la progression fulgurante du virus qui pèsera sur l'activité plutôt que la batterie de mesures de contrôle. Si un rebond économique lié à la fin du 0-Covid est à attendre, il pourrait avoir lieu entre février et avril, selon la progression de l'épidémie.

1. EN NOVEMBRE, LE MARASME ECONOMIQUE S'AMPLIFIE

Le mois de novembre, avec le renforcement des mesures de confinement liées à la politique 0-Covid, alors encore en vigueur, est marqué par un ralentissement économique plus fort qu'anticipé⁴⁰ :

- Les ventes au détail s'effondrent à -5,9% en g.a.⁴¹ en novembre (après -0,5 % en octobre)⁴², dont -4,2% pour les ventes automobiles et -8,4 % pour la restauration. Cela se répercute sur l'inflation qui diminue à 1,6 %⁴³, avec une inflation sous-jacente qui se maintient à un faible niveau de 0,6 %.
- La croissance de la production industrielle (en valeur ajoutée) ralentit fortement à 2,2 % (contre 5 % en octobre), au plus bas depuis le mois de mai. Le secteur automobile voit sa croissance se normaliser, à +4,9 % (contre +18,7 % en octobre). Des villes industrielles, comme Chongqing, Zhengzhou et Guangzhou ont été particulièrement affectées par les mesures anti-épidémiques.
- La croissance de l'investissement résiste mieux, à 5,3 % sur les onze premiers mois de l'année (après 5,8% de janvier à octobre). La divergence entre l'investissement privé (+1,1 %) et public (+10,2%) demeure massive⁴⁴. Les investissements dans les infrastructures augmentent de 8,9 %⁴⁵. Le secteur secondaire continue de

⁴⁰ Au-delà de ce que le consensus attendait (respectivement +3,6 % pour la production industrielle, +5,6 % pour l'investissement et -3,7 % pour les ventes au détail) d'après Reuters.

⁴¹ Sauf mention contraire, tous les taux de croissance de cette note sont en glissement annuel.

⁴² Et après 2,5% au mois de septembre. L'ensemble des ventes de détail cumulées entre janvier et novembre sont en contraction de 0,1 % en g.a.

⁴³ Après 2,1 % en g.a. au mois d'octobre

⁴⁴ La croissance des deux composantes ralentit par rapport aux dix premiers de l'année, durant lesquels l'investissement privé a augmenté de 1,6 %, et l'investissement public de 10,8 %.

⁴⁵ En octobre, la croissance était de 8,7 %.

concentrer les investissements, avec une croissance de 10,1 % sur les onze premiers mois de l'année, contre seulement 3,2 % dans le secteur des services.

- Les exportations chinoises de biens se contractent, -9 %⁴⁶ soit leur plus mauvaise performance depuis février 2020, du fait des perturbations locales de l'activité et du ralentissement économique des partenaires commerciaux de la Chine, notamment UE et États-Unis⁴⁷. Dans le même temps les importations se contractent de 10,9%, l'excédent reste record⁴⁸.
- Le taux de chômage officiel⁴⁹ augmente à 5,7%⁵⁰, le taux de chômage des jeunes se maintenant au niveau très élevé de 17,1 %⁵¹

Les difficultés du secteur immobilier se poursuivent. La contraction des investissements immobiliers se renforce, à -9,8 % sur les onze premiers mois de l'année⁵² alors que les ventes de logements résidentiels (en chiffre d'affaires) sur la même période sont en contraction de 26,6 %⁵³. La tendance à la baisse des prix continue, avec une contraction pour l'ancien dans 64 des 70 plus grandes villes du pays⁵⁴. S'agissant des promoteurs, les fonds dont ils disposent sont en contraction de 25,7 % sur les onze premiers mois⁵⁵.

Les autorités ont annoncé de nouvelles mesures de soutien à l'activité. Au niveau budgétaire, le gouvernement central va émettre 750 Mds RMB (108 Mds USD) d'obligations spéciales, ce qui n'avait pas été fait depuis 2007. Au niveau monétaire, la PBoC a annoncé fin novembre diminuer le ratio de réserves obligatoires (RRR) des institutions financières de 25 points de base⁵⁶. Son effet risque cependant de se heurter à une « trappe à liquidité », dont témoigne la forte augmentation des dépôts des ménages en novembre (+ 2200 Mds) et la demande de crédit des ménages toujours faible⁵⁷.

2. LA FIN DU 0-COVID FAIT PLANER DES INCERTITUDES ET UN RETOUR A LA NORMALE ECONOMIQUE EST DIFFICILEMENT ENVISAGEABLE AVANT LA FIN DU T1 2023

Les principaux paramètres de la politique 0-Covid ont été abandonnée le 7 décembre. Portée au plus haut niveau depuis 2020, cette politique sanitaire stricte avait disparu des discours depuis plusieurs semaines. La

⁴⁶ Contre -0,6 % en octobre.

⁴⁷ De respectivement -10,6 % et -25,4 % en novembre en g.a.

⁴⁸ L'excédent commercial chinois a atteint 69,8 Md\$, en légère baisse par rapport à 71,7 Md\$ un an plus tôt. Sur les onze premiers mois 2022, il a atteint 811,5 Md\$ (dépassant le record de 594,9 Md\$ enregistré sur la même période en 2021).

⁴⁹ Le taux de chômage urbain ne reflète pas parfaitement le marché du travail, n'intégrant qu'imparfaitement les données relatives aux travailleurs migrants, qui jouent le rôle de variable d'ajustement du marché du travail. Certaines estimations portent à 50% la part de la population active exclue des statistiques.

⁵⁰ Contre 5,5 % en octobre. La hausse est plus prononcée au niveau des 31 principales villes du pays : le taux de chômage passe de 6 % à 6,7 % en novembre.

⁵¹ Contre 17,9 % en octobre.

⁵² Contre -8,8 % de janvier à octobre.

⁵³ Contre -26,1 % de janvier à octobre.

⁵⁴ En glissement annuel en novembre.

⁵⁵ Contre une contraction de 24,7 % de janvier à octobre.

⁵⁶ Après la réduction, le RRR moyen pondéré des institutions financières chinoises s'établira à 7,8 %, contre 8,1 % au moment de la précédente réduction du RRR le 25 avril 2022 (réduction de 25 pbb). La réduction ne s'appliquera pas aux institutions déjà soumises à un RRR de 5%.

⁵⁷ En novembre, la croissance de l'encours des crédits bancaires aux ménages à moyen et long terme n'augmente que de 210 Mds RMB, très loin du niveau enregistré à la même période l'an dernier (+582 Mds RMB).

situation économique, les manifestations, et surtout la très forte montée des contaminations⁵⁸ la rendaient, de fait, de plus en plus difficile à tenir. La Chine est entrée brusquement dans un nouveau régime : quasi-arrêt des tests PCR, fin de l'obligation de présenter un résultat négatif pour accéder à tous les lieux publics, fin de « l'isolement centralisé » pour les cas positifs, fin de l'enregistrement par téléphone à l'entrée des lieux publics, etc.⁵⁹

Du point de vue sanitaire, les contaminations explosent sans que les chiffres disponibles ne permettent de les documenter. La vague pourrait s'étirer selon les régions jusqu'à mars. L'accès aux test PCR est limité et le suivi chiffré des contaminations n'est de fait plus possible. Elles semblent augmenter fortement dans les grandes villes (Shanghai, Pékin, Chengdu, Canton...) ⁶⁰. Toutes les provinces seraient touchées à des degrés divers, ce qui pourrait étirer la vague de contaminations au niveau national. Les épidémiologistes officiels prévoient un pic de la vague des contaminations autour de février (après le nouvel an chinois), certaines estimations allant jusqu'à 800 millions de contaminations.

La capacité du système de soin est au centre des interrogations. Près de 200 personnes seraient en soins intensifs d'après les chiffres officiels au 15/12 ⁶¹. Les autorités insistent sur un renforcement des capacités hospitalières ⁶². En parallèle des objectifs précis sur la vaccination ont été communiqués ⁶³ et la campagne s'accélère ⁶⁴. Des rumeurs d'hôpitaux saturés et d'infections des médecins commencent cependant à émerger. Un rapport commandé par les autorités chinoises mentionne une hypothèse basse de 620 000 à 742 000 décès durant la phase de réouverture ⁶⁵.

Cette réouverture rapide pèse sur la situation économique à court et moyen terme. Dans l'immédiat, certains commerces réouvrent et d'autres ferment (travailleurs malades), mais les rues restent très peu fréquentées. Au T1 2023, il faut s'attendre à des perturbations sur certaines chaînes de valeur, avec l'apparition de foyers dans les usines, à moins d'un relâchement encore plus prononcé des mesures qui laisserait les cas positifs se présenter à leur poste. Des effets positifs sur la consommation, les déplacements et l'investissement pourraient se faire sentir à horizon de plusieurs semaines ou mois, mais dans l'attente les perspectives sont défavorables : [Les indices PMI](#)

⁵⁸ L'OMS juge ainsi que l'explosion des cas est antérieure à la réouverture

⁵⁹ En particulier :

- Les cas positifs asymptomatiques (soit environ 90 % des cas recensés ces derniers mois) ou avec des symptômes légers peuvent rester en isolement à leur domicile.
- Les zones considérées comme à risque ne peuvent pas dépasser l'échelle du bâtiment.
- L'entrée dans les lieux publics (hors exceptions comme les maisons de retraite, centre de soins, écoles notamment) ne doit désormais plus être conditionnée à la présentation d'un code de santé et d'un résultat de test négatif (et n'a par ailleurs jamais été conditionnée à la vaccination).
- De même, les déplacements entre villes et provinces ne requièrent plus de contrôle sanitaire.

⁶⁰ d'après des témoignages, les recherches effectuées sur Baidu, la rupture de stock des médicaments ou des autotests, des sondages non-représentatifs...

⁶¹ D'après les données de la Commission nationale de santé (NHC). Ce chiffre est en hausse de 37 % depuis dimanche.

⁶² Lors d'une conférence de presse vendredi dernier, un officiel de la Commission nationale de santé a [mentionné](#) la présence en Chine de 138 000 lits de réanimations, ce qui correspondrait à un taux de 10 lits pour 100 000 habitants, bien au-delà du taux annoncé par l'OCDE pour la Chine, de 3,6, soit un niveau très faible.

⁶³ 90% des plus de 60 ans devront avoir un schéma complet d'ici fin janvier. Actuellement, mais seuls 40% des 36 millions de plus de 80 ans ont reçu une dose de rappel.

⁶⁴ Le nombre de doses administrées quotidiennement a ainsi atteint mardi 1,43 million, bien au-delà des taux enregistrés en moyenne en novembre, d'environ 100 000 à 200 000 injections par jour.

⁶⁵ Cette hypothèse basse requiert une accélération des rappels de vaccins, et notamment une quatrième dose. Sans ces mesures, les décès pourraient atteindre 950 000. [Beijing urged to roll out Covid boosters to avoid 1mn deaths | Financial Times \(ft.com\)](#)

du mois de novembre sont tous en zone de contraction⁶⁶ - la contraction du PMI pour les PME étant notable, à 45,6.

Le revirement de politique sanitaire fut soudain. A l'approche du nouvel an lunaire, les risques demeurent élevés d'une saturation des hôpitaux et d'une surmortalité – en réponse, des confinements locaux voire un retour des restrictions ne peuvent totalement être exclus. Du point de vue économique, les prévisions de croissance avoisinent 3% pour 2022. Pour début 2023, les principaux relais de croissance sont en difficulté et les perspectives restent sombres. Un plan de relance d'ampleur pourrait être bientôt annoncé pour accompagner la réouverture, accompagné d'un objectif de croissance d'au moins 5% (qui serait tenable avec un effet de base favorable) mais son efficacité restera subordonnée à l'évolution du virus dans les premiers mois. Les résultats de la Conférence centrale sur le Travail économique, qui soit s'achever fin décembre, nous en diront davantage sur les actions des autorités à venir en matière de soutien conjoncturel et de réformes structurelles.

Annexe 1 : Prévisions de croissance pour la Chine en 2022 et 2023

Banques	Dernière prévision	2022	2023
UBS	déc-22	3,0%	5,0%
Barclays	nov-22	2,6%	3,8%
JP Morgan	déc-22	3,0%	4,3%
Natixis	déc-22	2,3%	5,5%
Morgan Stanley	déc-22	-	5,4%
Crédit Agricole	oct-22	3,0%	5,3%
S&P	déc-22	3,2%	4,8%
Fitch Ratings	déc-22	2,8%	4,1%
Crédit Suisse	nov-22	-	5,0%
Deutsche Bank	déc-22	3,0%	4,5%
Société Générale	déc-22	2,7%	5,0%
Goldman Sachs	nov-22	3,0%	4,5%
Citibank	nov-22	-	5,6%
ANZ	déc-22	-	5,4%
Nomura	nov-22	2,8%	4,0%
Moyenne des Banques		2,9%	4,8%
Institutions Internationales		2022	2023
OCDE	nov-22	3,3%	4,6%
Banque Mondiale	oct-22	2,8%	4,5%
FMI	oct-22	3,2%	4,4%
Banque asiatique de développement	déc-22	3,0%	4,3%
Moyenne des Institutions Internationales		3,1%	4,5%
Moyenne Totale		2,9%	4,7%

[Retour au sommaire \(ici\)](#)

⁶⁶ à 49,4 pour l'indice des directeurs d'achats Caixin, à 48 pour l'indice manufacturier officiel, et à 46,7 pour le PMI non manufacturier officiel, contre respectivement 49,2, 49,2 et 48,7 pour le mois d'octobre.

La crise immobilière n'a pas passé son pic

La crise que traverse le secteur immobilier chinois depuis plus d'un an, en partie attribuable aux mesures d'assainissement du secteur prises par les autorités mi-2020⁶⁷, semble se stabiliser à un niveau d'activité très loin de celui d'avant crise. En revanche, la pression financière est toujours intense pour les promoteurs : si les plans de soutien successifs laissent entrevoir une porte de sortie pour les plus solides, d'autres défauts sont probables. Du côté des ventes, la situation est toujours extrêmement difficile et la reprise très liée à une sortie de la politique 0-Covid. Sur 2022, JP Morgan estime le coût de la crise immobilière à un point de croissance, soit plus du tiers de la croissance sur l'année (2,8 %⁶⁸).

1. LA CONJONCTURE IMMOBILIERE SEMBLE SE STABILISER, LE SECTEUR RESTE SOUS FORTE TENSION

La situation du secteur immobilier en Chine semble se stabiliser à un niveau préoccupant. Sur les dix premiers mois de l'année, les investissements immobiliers se contractent de 8,8 % en g.a. (contre -8 % de janvier à septembre) et les mises en chantier de logements neufs de 38,5 % (contre -38,7 % de janvier à septembre). La chute des ventes s'est stabilisée, tant en termes de superficie vendue (à -22,3 %) qu'en termes de chiffre d'affaires (-26,1 %, contre -26,3 % de janvier à septembre). A noter l'existence d'un effet de base qui commence à être favorable, la contraction ayant déjà débuté au second semestre 2021. Les prix immobiliers indiquent que la crise a des conséquences inégales entre les plus grandes villes et le reste du pays : les prix de l'ancien augmentent pour Pékin et Shanghai (de resp. 5,2 % et 3,9 % en g.a.) mais diminuent pour les villes de rang 2 et 3 (de resp. 3,2 % et 4,7 %).

La situation des promoteurs demeure très compliquée, avec des défauts qui continuent sur le marché offshore. Les liquidités dont ils disposent sont en contraction de 24,7 % de janvier à octobre (contre -24,5 % sur les neuf premiers mois). D'après Caixin, 40% des développeurs privés ont fait défaut *offshore*, CIFI étant le dernier en date à la mi-octobre⁶⁹. La moindre occurrence de défaut sur le marché domestique (et l'absence de publicité) s'explique par les reports de paiements auxquels ont consenti les créanciers chinois. Les ventes d'actifs se poursuivent, par exemple pour Evergrande (ex : vente de parts dans Shengjing Bank⁷⁰, ou de terrains à Hong Kong ou Shenzhen⁷¹), qui n'a d'ailleurs toujours pas publié son plan de restructuration attendu en juillet. D'ici janvier, 6 développeurs⁷² risqueraient la liquidation pour défaut obligataire, parmi lesquels Evergrande et Sunac.

⁶⁷ Cette volonté de limiter l'endettement des promoteurs s'est notamment traduite par la mise en place des « trois lignes rouges » à ne pas dépasser : (i) un ratio « engagements / actifs » inférieur à 70%, (ii) un ratio « endettement net / fonds propres » inférieur à 100% ; et (iii) des liquidités au moins égales à la dette à court terme.

⁶⁸ Moyenne des prévisions des banques internationales

⁶⁹ [Cifi defaults on bond, triggering sell-off of developers, fears Chinese property debt crisis is spreading | South China Morning Post \(scmp.com\)](#). Par ailleurs, le site Bond Supermart maintient à jour une description de la situation des promoteurs les plus importats : [A List of 30 Key Chinese Developers' Latest Development \(Ongoing Update\) | Bondsupermart](#)

⁷⁰ Vente de 15% des parts pour pour 1 Md USD

⁷¹ [Creditor Oaktree sells Evergrande's 'Versailles mansion' plot in Hong Kong | Financial Times \(ft.com\)](#). Cette vente a occasionné 770 M USD de pertes pour Evergrande. [China's Evergrande Sells Reserved Land Sold for \\$1 Billion After Cash Crunch - Bloomberg](#). Vente d'un terrain pour 1 Md USD.

⁷² [Moody's says Beijing's support for property sector not enough to dispel gloomy outlook | South China Morning Post \(scmp.com\)](#)

En octobre, Moody's a cessé de noter Evergrande pour transparence insuffisante (Sunac et Kaisa sont dans le même cas).

Les risques d'une contagion au secteur bancaire, bien qu'encore contenus, pourraient augmenter. Si 40 % des prêts ont un bien immobilier pour collatéral⁷³, la baisse des prix reste limitée à ce stade. L'augmentation du taux de prêt non performants semble toujours gérable mais des pratiques comptables contestables des banques pourraient masquer la réalité⁷⁴. La situation des petites banques rurales continue d'inquiéter en particulier, celles-ci étant davantage exposées au secteur immobilier (un taux de NPL de 1,8% pourrait conduire certaines d'entre elles à ne plus satisfaire leurs ratios prudentiels⁷⁵). Le montant des obligations offshores des promoteurs arrivant à échéance en 2023 s'élève à 37 Mds USD, justifiant d'augmenter les mesures de soutien.

2. ENTRE VOLONTE DE DESENDETTEMET ET REPONSE AUX BESOINS DE FINANCEMENT, LES MESURES DE SOUTIEN SE CONCENTRENT SUR LES PROMOTEURS DE BONNE QUALITE

Jusqu'à la mi-novembre, les mesures prises pour juguler la crise ont surtout été paramétriques et/ou localisées. Au niveau monétaire, outre une politique générale de baisse des taux (qui a un effet au-delà du seul secteur immobilier), la PBoC a autorisé les banques à réaliser des prêts immobiliers à des taux inférieurs au taux plancher national. Au niveau budgétaire, le MoF a étendu des abattements fiscaux en cas de transaction immobilière, et des entreprises publiques ont été mobilisées pour renflouer des promoteurs⁷⁶ ou les restructurer⁷⁷. Les autorités ont mobilisé l'assureur public national *China Bond Insurance* pour garantir les émissions obligataires de certains développeurs présélectionnés⁷⁸, mais CIFI a fait défaut malgré sa participation au programme. Au niveau local, de nombreuses villes ont mis en place des mesures destinées à stimuler les ventes, à terminer les projets immobiliers déjà achetés, ou à soutenir les promoteurs au cas par cas⁷⁹.

Le gouvernement central a unifié et systématisé ces mesures dans un plan en 16 points, qui ne modifie pas les grands équilibres actuels, et reste surtout concentré sur le volet de l'offre. Pour l'essentiel, il s'agit de mesures de financement des promoteurs (par des prêts bancaires, des échelonnements de remboursements, le développement de financements obligataires, des prêts de sociétés de gestion d'actifs⁸⁰ ou de *policy banks*, etc.) qui ne remettent pas en cause les mesures prises en 2020 pour les désendetter (les 16 mesures prévoient

⁷³ D'après des experts de la *Bank of England*

⁷⁴ Les banques et les développeurs pourraient trouver des accords pour comptabiliser différemment les prêts non performants. En outre, les structures de défaillance voient les banques leur vendre des NPL avant le reporting de leur bilan, pour les racheter juste après celui-ci. Voir Charoenwong, Ben and Miao, Meng and Ruan, Tianyue, *Non-Performing Loan Disposals without Resolution* (November 8, 2021). [Non-Performing Loan Disposals without Resolution by Ben Charoenwong, Meng Miao, Tianyue Ruan :: SSRN](#)

⁷⁵ [Developers' Bad Debts Threaten Banks - Gavekal Research](#)

⁷⁶ Avec par exemple un fonds de 30 Mds RMB pour les promoteurs mis en place par *China Construction Bank* en septembre

⁷⁷ Début août, Huarong AM a annoncé avoir signé un accord pour renflouer le promoteur Yango Group. Greenland Holdings a de son côté annoncé que deux entreprises publiques qui sont actionnaires allaient lui prêter conjointement 3 Mds RMB (430 millions EUR) pour lui permettre d'achever certains de ses chantiers.

⁷⁸ Longfor Group Holdings Ltd., Gemdale Corp., Country Garden Holdings, Cifi Group, Seazen Holdings Co. and Sino-Ocean Group Holding Ltd.

⁷⁹ Zhengzhou (Henan, 10 M habitants), a par exemple mis en place des fonds de renflouement (abondés par des banques et entreprises publiques locales) visant à aider les promoteurs à terminer les chantiers. Plus de 200 municipalités ont réduit les exigences d'apport personnel pour l'achat d'un second bien concernait plus de 200 municipalités. A titre d'exemple, la ville de Nanjing va diminuer l'exigence d'apport de 80% à 60% du prix du bien, voire 30% si le premier prêt hypothécaire a déjà été remboursé. D'autres municipalités ont levé l'exigence de détention d'un enregistrement résidentiel (*hukou*) pour l'achat.

⁸⁰ Certains analystes pointent que celles-ci, réputées participer au « shadow banking », n'étaient plus encouragées à prêter par les autorités depuis plusieurs années.

ainsi un soutien aux seuls promoteurs « de bonne qualité ». L'évolution la plus remarquable est l'octroi d'un an supplémentaire aux banques pour respecter le ratio de prêts à l'immobilier sur l'encours de prêts total (40%) – seules les plus petites ne le respectant pas pour l'instant. Ces mesures ont été saluées par les marchés⁸¹, plusieurs promoteurs ayant même annoncé des levées de fonds offshore⁸². Côté demande, pour les ménages, les conditions d'acquisition de logements sont assouplies et les banques encouragées à échelonner les remboursements⁸³, ce qui paraît encore insuffisant pour relancer les ventes alors que la politique 0-Covid est toujours d'actualité.

Depuis, des mesures concrètes de financement des promoteurs ont été annoncées. Les grandes banques ont signé des prêts avec plusieurs promoteurs (ICBC, 655 Mds CNY pour 12 promoteurs, BoC pour 100 Mds CNY à Vanke, BoComm 100 Mds à Vanke également, au total plus de 1000 Mds CNY auraient été annoncés⁸⁴). Courant novembre, la NAFMII a annoncé des émissions obligataires garanties par l'Etat pour les promoteurs. La CBIRC a aussi accordé le droit aux développeurs de « haute qualité » d'avoir accès à 30% des comptes dans lesquels une part des recettes de préventes était auparavant bloquée⁸⁵.

La tendance est plutôt au renforcement des promoteurs publics. S&P pointe ainsi que les SOE bénéficient d'un meilleur accès au financement (perception d'une garantie implicite) et aux terrains des gouvernements locaux ; leurs ventes baissent de 25% en g.a. sur les 10 premiers mois de 2022 contre -58% pour les développeurs privés. Cette tendance devrait s'accroître, et la restructuration du secteur s'accélérer dans les prochains mois.

La stabilisation de la conjoncture, à un niveau très bas, ne doit pas masquer la poursuite des difficultés des promoteurs. Sorti un mois avant l'échéance politique de la « Conférence centrale sur le travail économique », le plan récent démontre que les autorités ont conscience du besoin de les soutenir, en évitant une crise brutale et sans renoncer à leur nécessaire désendettement. D'autres mesures pourraient intervenir dans les prochaines semaines. Se dessine in fine une évolution du secteur, où les promoteurs ne recourent plus à l'endettement massif et à la diversification tous azimuts, et où la part des promoteurs publics est plus importante. Mais, au-delà de la seule situation des promoteurs, ces mesures sont encore insuffisantes pour redresser le secteur immobilier : la confiance des ménages, incontournable pour dynamiser les ventes, pâtit encore et toujours de la politique 0-Covid (mobilité limitée, incertitudes sur la croissance des revenus et tendance à l'épargne de précaution).

⁸¹ L'indice Hang Seng Mainland Properties a ainsi gagné plus de 30% entre jeudi 10 et mardi 15 novembre, mais évolue toujours à son niveau plus bas historique.

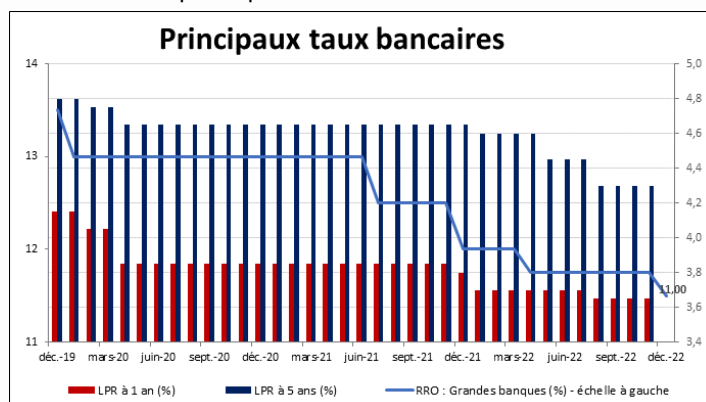
⁸² C'est notamment le cas de Country Garden Holdings, qui a annoncé mardi 15 novembre son intention de lever 3,9 Mds HKD (480M EUR) et de Agile Group Holdings, qui entend lever 783M HKD (100M EUR), en augmentant leur capital, après avoir enregistré des bonds de plus de 30% de leurs cours lundi 14 novembre.

⁸³ Il s'agit aussi de répondre au phénomène de « boycott des loyers », qui aurait touché 2% des encours de prêts d'après Goldman Sachs

⁸⁴ [Three of China's biggest banks to provide support for property developers | Reuters](#) ; [Chinese banks pledge billions in credit support to help struggling developers after Beijing confirms rescue plan | South China Morning Post \(scmp.com\)](#)

⁸⁵ Une part des recettes des préventes d'un immeubles est immobilisée par les gouvernements locaux pour assurer la construction des immeubles. Son utilisation à d'autres fins pourrait permettre aux promoteurs d'améliorer leur situation de liquidité mais risque d'occasionner de nouveaux délais dans les constructions de logements neufs.

Annexe 1 : Graphique : Evolution de la politique monétaire



Annexe 2 : 16 mesures de la PBoC et la CBIRC du 11 novembre 2022

1. Stabiliser l'émission de crédits destinés aux promoteurs, avec un traitement identique des entreprises immobilières publiques et privées. Les institutions financières sont encouragées à soutenir principalement les entreprises de bonne qualité.
2. Soutenir les besoins réels de prêts. Déterminer de façon rationnelle la proportion de l'apport en capital pour les prêts immobiliers et le plancher des taux de prêt de référence en fonction des régions et des individus.
3. Stabiliser l'offre de crédits aux entreprises de construction.
4. Soutenir l'extension raisonnable des financements existants tels que les prêts aux promoteurs et les prêts fiduciaires.
5. Maintenir la stabilité du financement obligataire et soutenir les sociétés immobilières de grande qualité dans le financement par émission d'obligations.
6. Maintenir stable le financement via des produits de gestion d'actifs tels que les *trusts*.
7. Soutenir les *policy banks* de développement dans l'octroi de prêts spéciaux pour la « livraison garantie d'immeubles ».
8. Encourager les institutions financières à fournir un soutien financier complémentaire.
9. Mener à bien le travail de soutien financier aux fusions et acquisitions de projets immobiliers.
10. Explorer activement des méthodes de soutien axées sur le marché, telles que la participation des sociétés de gestion d'actifs au traitement de projets ou la mise en place de fonds pour réduire les risques des entreprises immobilières.
11. Encourager les négociations conformément à la loi pour différer le remboursement du principal et des intérêts.
12. Défendre les droits et intérêts des particuliers ayant fait des demandes de remboursement différé.
13. Prolonger raisonnablement le délai de mise en conformité des banques aux exigences réglementaires sur les prêts aux promoteurs et aux individus.
14. Améliorer les politiques de financement pour les projets immobiliers afin d'accélérer la résolution des risques du secteur.
15. Optimiser les services de crédit pour la location de logement.
16. Élargir et diversifier les canaux de financement sur le marché de la location de logements. Promouvoir le projet pilote du fonds des *Real Estate Investment Trusts*.

Retour au sommaire [\(ici\)](#)

La Chine et la sécurité alimentaire mondiale : un rôle ambigu

NB : rédigé en octobre 2022 ; actualisé en décembre 2022

1. LA CHINE A REPONDU A SES BESOINS CROISSANTS EN CEREALES PAR DES ACHATS MASSIFS SUR LE MARCHÉ MONDIAL, REPRESENTANT PRES DE 25 % DU COMMERCE TOTAL

La Chine fait face à un besoin croissant en céréales, notamment pour l'alimentation animale, auquel la production nationale peine de plus en plus à répondre. La consommation de protéines animales a très fortement augmenté en Chine, portée par l'enrichissement de la population. Or, le pays fait face à des limites physiques fortes pour sa production. En outre, cette situation se détériore du fait de la conversion des terres pour un usage immobilier ou industriel, de la baisse de la fertilité des sols ainsi que de la pollution des eaux et des sols.

La Chine a aussi considérablement accru ses stocks publics. Ceux-ci sont estimés couvrir 6 à 18 mois de consommation, le plus souvent une année (630 M t), soit au total environ la moitié des stocks publics mondiaux. La Chine (qui a connu sa dernière grande famine en 1950) souhaite se prémunir contre un risque de pénurie, notamment dans un contexte d'incertitudes dû au COVID-19 mais aussi, de plus en plus, d'accidents climatiques extrêmes (cf. la sécheresse et les inondations de l'été 2022). Cette politique de stockage vise également à se mettre à l'abri de pressions éventuelles de la part de certains de ses pays fournisseurs (États-Unis, Canada, Australie), avec lesquels les tensions vont croissantes.

La Chine est donc devenue le premier importateur mondial de céréales. Même en produisant 95 % de ses besoins en céréales, la hausse de ceux-ci implique des importations agricoles et agroalimentaires massives. En sus du soja (160 M t en 2020/21, 59 % du total mondial), la Chine a fortement augmenté ses importations de céréales depuis 2019, passant de 7 % (17,5 M t) des flux mondiaux (hors commerce intra-UE) à 23 % (65 M t) en 2021, devenant le 1^{er} importateur. Ce surcroît d'achats, dans un contexte de réduction des stocks des pays exportateurs depuis 2018, alimente la hausse du cours des céréales depuis 2020.

La guerre en Ukraine n'a eu (à ce stade) qu'un effet temporaire (les cours sont revenus en juillet au niveau antérieur à son déclenchement) mais elle a pénalisé l'approvisionnement en commodités agricoles de la Chine, qui avait fortement investi sur ce pays depuis 2019. La Russie est, en revanche, un fournisseur moins important ; les autorités chinoises ont sans doute conclu de ces perturbations au bien-fondé de leur politique de stocks de sécurité.

2. LE MANQUE DE TRANSPARENCE SUR LES STOCKS CHINOIS ET L'ARRÊT DES EXPORTATIONS D'ENGRAIS, DEPUIS OCTOBRE 2021, PENALISENT EN OUTRE LA PRODUCTION ET LES MARCHÉS MONDIAUX

La Chine a cessé de publier le niveau de ses stocks publics, considéré comme une information stratégique. En sus de l'incertitude générée et de l'effet d'éviction sur les disponibilités mondiales, les pertes en Chine sont importantes lors du stockage, entraînant un besoin d'investissement élevé dans la modernisation de ces infrastructures.

L'interruption des exportations d'engrais a accru la hausse de leur prix sur le marché mondial et restreint les disponibilités pour la production. La Chine a fait de l'approvisionnement en engrais de son agriculture une priorité. La Commission nationale pour le développement et la réforme a enjoint les entreprises, en juillet 2021, à suspendre leurs exportations d'engrais, afin de contrer la hausse de leur prix et de garantir l'approvisionnement du marché intérieur. Les douanes ont ensuite interrompu l'exportation de 29 types d'engrais à partir du 15 octobre 2021. Or, la Chine est l'un des premiers exportateurs mondiaux d'engrais (2^{ème} rang (15 %) des engrais azotés ; 1^{er} rang (29 %) du phosphate ; 1^{er} rang (15 %) des engrais potassiques).

3. LA CHINE PRESENTE UNE ATTITUDE NON-COOPERATIVE DANS LE DEBAT SUR LA SECURITE ALIMENTAIRE MONDIALE, REFUSANT TOUTE MESURE CONTRAIGNANTE, AU-DELA D'UNE BONNE VOLONTE DE FAÇADE

Dans ce contexte déjà tendu, la guerre en Ukraine est venue handicaper l'approvisionnement de la Chine en céréales. Le conflit a en outre soulevé la question de la sécurité alimentaire mondiale. Or, la Chine n'a pas intérêt à ce débat : il peut en effet souligner son poids et son rôle dans le commerce céréalier mondial – ce que les États-Unis ne manquent pas de faire.

La préoccupation des autorités chinoises est d'assurer la sécurité alimentaire du pays. Le haut niveau de priorité accordé à l'approvisionnement alimentaire, considéré comme un élément de la sécurité nationale, a été rappelé par le président XI Jinping lors de son discours au 20^{ème} congrès, le 16 octobre. Ainsi, la Chine a poursuivi ses achats en 2022, contribuant au maintien des cours à un niveau élevé. Le pays a, en outre, évité de se positionner sur le sujet de la sécurité alimentaire, ne souhaitant prendre aucun engagement qui le contraigne.

La Chine reste certes soucieuse de se présenter comme un acteur exemplaire des relations internationales, notamment vis-à-vis des pays en voie de développement dont elle se prétend le défenseur. Ce souci a sans doute incité le ministre des affaires étrangères chinois, M. WANG Yi, à présenter une initiative à la réunion du G20 sur la sécurité alimentaire mondiale, le 8 juillet. Aucune de ses huit propositions ne sont, toutefois, contraignantes. Loin du caractère concret de l'initiative française FARM, elles vont dans le sens des intérêts chinois : favoriser les exportations de céréales ; accroître la coopération en matière de recherche ou la lutte contre les pertes et le gaspillage. Aucune des propositions ne porte sur la transparence des stocks, l'exportation d'intrants ou, encore moins, une discipline des achats. La *Global development initiative* (GDI) lancée par la Chine mentionne de même la sécurité alimentaire, érigée comme l'une de ses huit priorités, en liant celle-ci aux intérêts chinois.

L'amélioration de la sécurité alimentaire mondiale gagnerait donc à un engagement de la Chine sur des mesures effectives, eu égard au poids de ce pays dans le commerce des céréales (et des engrais). Or, la Chine rechigne à prendre de telles mesures qui réduiraient sa marge de manœuvre pour gérer au mieux sa situation domestique et reste loin de se comporter comme l'acteur responsable qu'elle prétend être.

Deux mesures concrètes contribueraient à une amélioration rapide et significative de la production et des marchés céréaliers mondiaux :

- **la publication du niveau de ses stocks publics,** en vue de rassurer les marchés ; cette information constituerait en effet un signal fort pour détendre les prix, du fait de l'ampleur de ces stocks ; le fait que des estimations circulent pourraient faciliter une officialisation de cette information ;
- **la levée des restrictions aux exportations d'engrais ;** il apparaît en effet peu cohérent d'appeler à la libre exportation des céréales et de ne pas inclure dans cette discipline l'exportation d'intrants.

Retour au sommaire [\(ici\)](#)

Hong Kong saura-t-elle se réinventer face aux défis auxquels elle est aujourd'hui confrontée ?

L'économie de Hong Kong est aujourd'hui confrontée à plusieurs défis de court, moyen et long terme dont la disparition des touristes chinois, le ralentissement de son commerce extérieur dans un contexte d'inflation et diversification des chaînes de valeur au sein de la région (Chine +1), les tensions accrues entre la Chine et les Etats-Unis ainsi que le renforcement du contrôle chinois sur le territoire. Ces difficultés ont révélé la trop forte dépendance de Hong Kong au secteur des services (financiers, professionnels, logistiques, tourisme et distribution) ainsi qu'à son rôle de connecteur entre la Chine et le reste du monde. Obligée de se réinventer, Hong Kong se tourne notamment vers le projet de *Greater Bay Area* qui, s'il est porteur d'opportunités, demande encore des avancées concrètes.

1 - L'ECONOMIE DE HONG KONG REPOSE AUJOURD'HUI ESSENTIELLEMENT SUR SON ROLE DE « SUPER-CONNECTEUR » AVEC LA CHINE

Le rôle de Hong Kong en tant que « super-connecteur » avec la Chine se déploie essentiellement à travers deux canaux : l'intermédiation des échanges commerciaux ainsi que des flux d'investissements vers et depuis la Chine. Hong Kong joue en effet un rôle d'intermédiaire clé pour le commerce extérieur chinois (2^{ème} marché à l'export de la Chine avec 10,4 % de parts de marché en 2021, réexportant au cours de l'année pour 321,1 Mds USD de biens chinois). Hong Kong bénéficie pour cela d'une situation géographique avantageuse, d'un port à conteneurs jugé très efficace, du premier aéroport mondial pour le transport de marchandises, de procédures de dédouanement simples et rapides et d'une absence de tarifs douaniers. La région administrative spéciale (RAS) contribue également largement à l'accès des entreprises chinoises aux capitaux étrangers, ainsi qu'au déploiement par celles-ci à l'étranger. Ces flux transitant par Hong Kong prennent à la fois la forme d'investissements directs (près de 60% du stock d'IDE chinois entrants et sortants transitent par Hong Kong) comme d'investissements de portefeuille (80% de la capitalisation boursière hongkongaise est portée par des entreprises chinoises). Hong Kong s'est en effet imposée aux côtés de New York (264 entreprises chinoises cotées à New York, 297 à Hong Kong) comme un canal d'accès privilégié aux capitaux internationaux pour les entreprises chinoises au cours de la dernière décennie (97% des fonds levés par IPO à la bourse de Hong Kong en 2021 l'ont été par des entreprises chinoises), leur permettant de lever des fonds *offshore* en « quasi US dollars » déployables à l'étranger (et par la même occasion, échappant plus facilement aux contrôles des capitaux chinois). Outre ce rôle de place de cotation pour les entreprises chinoises, Hong Kong est aujourd'hui une interface permettant aux investisseurs internationaux d'accéder aux marchés financiers chinois *onshore* (et, réciproquement, aux investisseurs chinois d'accéder aux marchés *offshore* hongkongais) par le biais des programmes « *Connects* », dont le déploiement a débuté en 2014 (*Stock Connect* pour les actions, puis *Bond Connect* pour les obligations et désormais *Wealth Management Connect* pour les produits de gestion de fortune).

Outre ce rôle dans l'intermédiation des flux (de capitaux et de marchandises), Hong Kong offre également une base permettant aux entreprises internationales de conduire leurs affaires en Chine (et plus largement dans l'ensemble de l'Asie), et aux entreprises chinoises de piloter leur développement international. Hong Kong bénéficie en effet pour cela de son statut spécial dans le cadre du « un pays, deux systèmes », qui permet aux entreprises étrangères d'y détenir des filiales à 100% dans un cadre juridique des affaires lisible et transparent fondé sur la « Common Law », pour ensuite se projeter vers la Chine continentale en facturant à Hong Kong leurs marchandises et prestations sans y être soumises au contrôle des capitaux.

2 - UN CERTAIN NOMBRE D'ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET GEOPOLITIQUES REMETTENT EN CAUSE CE RÔLE TRADITIONNEL

Hong Kong est aujourd'hui confrontée à plusieurs évolutions qui pourraient conduire la RAS à devoir repenser son rôle à la fois vis-à-vis de la Chine et du reste du monde. Sur le plan politique, les autorités chinoises ont engagé un resserrement sans précédent de leur autorité sur la région administrative spéciale, imposant en 2020 une loi de sécurité nationale étouffant toute possibilité de contestation et restreignant la liberté d'expression. Cette reprise en main politique pèse aujourd'hui sur la perception de Hong Kong par les *family offices* et les individus fortunés (dont les *Tycoons* hongkongais), qui considèrent désormais leurs actifs investis via Hong Kong comme étant à portée de main des autorités chinoises et se tournent de plus en plus souvent vers Singapour. Les entreprises et les banques étrangères ont quant à elles vu, pour certaines, la conduite de leurs affaires depuis Hong Kong se complexifier, dans un contexte plus large de tensions accrues entre la Chine et les États-Unis ayant notamment abouti à la mise sous sanctions d'officiels chinois et hongkongais, ainsi que d'entreprises chinoises cotées à Hong Kong. Enfin, la conduite depuis Hong Kong d'analyses économiques et financières sur la Chine est devenue sensible en raison des contours ambigus de la loi de sécurité nationale, ce qui aurait largement renforcé l'autocensure des analystes des banques selon un certain nombre d'acteurs du secteur interrogés par [Bloomberg](#) et le Service économique.

Sur le plan économique, Hong Kong souffre aujourd'hui du ralentissement de l'économie chinoise, ainsi que de la demande mondiale en biens de consommation dans un contexte d'inflation généralisée. Si ces deux tendances sont plutôt d'ordre conjoncturel, leur impact sur Hong Kong (contraction de 3,2 % du PIB attendue en 2022) pose la question de sa dépendance au commerce extérieur chinois, et de manière plus large à la croissance économique du pays, aujourd'hui questionnée à plus long terme. De plus, le rôle de Hong Kong en tant que hub de réexportation pourrait être affaibli par l'adoption par un nombre croissant d'entreprises multinationales de la stratégie « Chine + 1 » visant à diversifier les chaînes de valeur en localisant une part de la production au Vietnam ou dans d'autres pays de la région.

Hong Kong est enfin pénalisée par la poursuite jugée irrationnelle d'une stratégie « zéro-Covid » par la Chine et, jusqu'à récemment, par la région administrative spéciale. Cette stratégie a eu pour effet de mettre le tourisme à l'arrêt depuis début 2020, en l'absence des touristes continentaux (qui représentaient en 2019 78,3 % des visiteurs). Or les ventes de détail, soutenues par les dépenses des touristes chinois, représentaient avant la pandémie la principale composante du PIB hongkongais. Ceux-ci étant désormais en mesure de se procurer des produits de luxe en Chine continentale ou à Hainan, ils pourraient être moins nombreux à se tourner vers Hong Kong au moment de la réouverture. Les mesures strictes de contrôle de l'épidémie à Hong Kong ont également suscité une vague de départs (également liée aux atteintes aux libertés individuelles pour ce qui est des Hongkongais, avec une baisse de 216.300 du nombre de résidents entre fin 2019 et juin 2022, soit -3%, cf. annexe 1) et d'entreprises étrangères plus importante encore que qu'au moment de la rétrocession. Ces départs et

l'absence de touristes chinois ont entraîné une baisse de 12 % des prix de vente dans l'immobilier commercial entre mai 2019 et septembre 2022, et de 9 % pour l'immobilier résidentiel entre septembre 2021 et septembre 2022.

3 - HONG KONG ESCOMPTE TROUVER DES RELAIS DE CROISSANCE DANS LE PROJET DE GREATER BAY AREA ET UNE REINDUSTRIALISATION ORIENTEE VERS LES PRODUITS A HAUTE VALEUR AJOUTEE

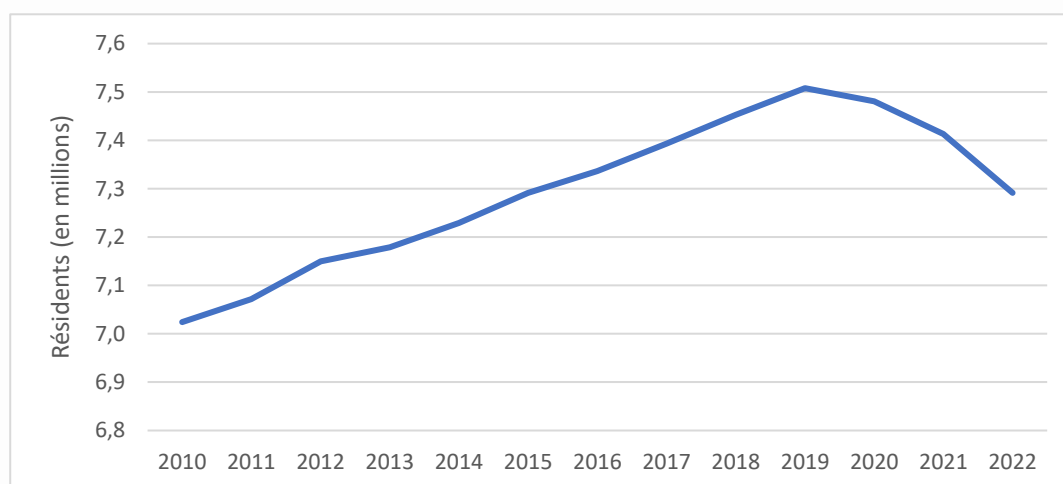
Face à l'affaiblissement de certains des plusieurs de ses piliers traditionnels de croissance, Hong Kong espère bénéficier à terme de son intégration économique accrue avec la Chine continentale, principalement structurée autour de la Greater Bay Area (zone de coopération économique entre Macao, Hong Kong et 9 villes du Guangdong, dont Shenzhen et Canton), riche de 86 millions d'habitants. Cette intégration offre en effet à Hong Kong plusieurs opportunités dont la possibilité d'accroître son offre de services professionnels (comptabilité, audit, juridique, conseil) et financiers au sein de la région. En matière de services financiers, l'ouverture du *Wealth Management Connect* permet depuis 2021 aux banques de Hong Kong de vendre des produits de gestion de fortune aux résidents des 9 villes du Guangdong. L'ouverture du programme *Insurance Connect*, qui pourrait intervenir prochainement, pourrait à son tour offrir de nouvelles opportunités dans la GBA aux compagnies d'assurance installées à Hong Kong. De manière plus large, un allègement des mesures de contrôle des capitaux est attendu au sein de la région, ce qui devrait bénéficier aux Hongkongais. Le projet d'intégration au sein de la GBA doit également permettre à Hong Kong de pallier l'une de ses principales faiblesses structurelles, le déficit d'innovation. Le projet de développement de la GBA met en effet l'accent sur le développement de la zone en tant que hub d'envergure mondiale en matière d'innovation et technologie. Hong Kong devrait dans ce cadre bénéficier d'une coopération accrue avec Shenzhen, notamment à travers la « zone de coopération en matière d'innovation et de technologie Shenzhen-Hong Kong ». Cette coopération doit également permettre à Hong Kong de s'engager dans la voie d'une réindustrialisation tournée vers les produits à haute valeur ajoutée, son économie étant aujourd'hui trop dépendante des services. Le secteur de la santé étant l'un des points forts traditionnels de Hong Kong, cette réindustrialisation pourrait dans un premier temps s'axer autour des biotechnologies et de la santé digitale. Hong Kong encourage par ailleurs le développement du secteur culturel (avec notamment l'ouverture récente de deux musées de grande ampleur : le M+ et le Palace Museum) et les industries créatives, ce qui pourrait, outre les retombées directes, accroître son intérêt touristique, jusqu'ici plutôt centré sur la consommation.

Toutefois, dans un contexte de frontières toujours fermées entre le continent et Hong Kong, l'intégration au sein de la GBA reste à ce stade largement abstraite. Et si un certain nombre d'opportunités ont été identifiées, les orientations avancées revêtent encore peu d'aspects concrets hormis certains chantiers d'infrastructures entre Hong Kong et Shenzhen. Plusieurs obstacles rendent par ailleurs cette intégration complexe, dont l'hétérogénéité des cadres légaux et réglementaires (au nombre de 3 entre Hong Kong, Macao et le Guangdong), l'emploi de monnaies distinctes et les différences de développement au sein de la région.

Plusieurs moteurs de la croissance hongkongaise sont aujourd'hui à l'arrêt (tourisme) ou en recul (secteur logistique, immobilier, ventes de détail). Le calendrier de normalisation de la situation sanitaire en Chine jouera un rôle essentiel dans leur reprise. Face aux évolutions auxquelles Hong Kong est aujourd'hui confrontée et dans le contexte de la reprise en main politique par Pékin, une certaine remise en question du paradigme « small government, big market » semble à l'œuvre à Hong Kong. Une plus grande intervention publique sera en effet nécessaire afin de permettre à l'économie hongkongaise de se réinventer et de déployer de

nouveaux moteurs de croissance. Dans ce contexte, des opportunités devraient émerger pour certaines entreprises françaises notamment dans le secteur de la construction avec le projet de Northern Metropolis dans le cadre de la GBA, ou dans le secteur de l'assurance avec de nouveaux marchés qui pourraient s'ouvrir pour les acteurs français (dont Axa) au sein de la GBA.

Annexe 1 : évolution du nombre de résidents* hongkongais



Source : Hong Kong
Census & Statistics
Department
*Résidents permanents et
temporaires (les visiteurs
ne sont pas inclus)

La direction générale du Trésor est présente dans plus de 100 pays à travers ses Services économiques.
Pour en savoir plus sur ses missions et ses implantations : www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international