

# Perspectives

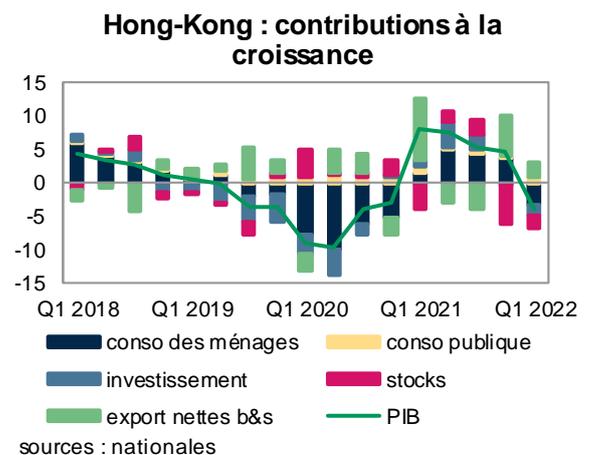
N°22/174 – 24 mai 2022

## ASIE – Chine, Hong Kong : le coût du zéro Covid

Alors que Hong Kong et Taïwan se sont prudemment engagés sur la voie de l'assouplissement, la Chine s'accroche fermement à sa politique zéro Covid, sur laquelle aucun compromis n'est attendu avant le 20<sup>e</sup> Congrès du PCC qui aura lieu à l'automne.

Le point commun de ces trois économies ? La faible vaccination des personnes âgées et l'inefficacité des vaccins utilisés (en majorité Sinovac et Sinopharm, sauf à Hong Kong où la population a pu avoir accès aux vaccins à ARN messager) qui augmentent le risque de surmortalité lors des vagues épidémiques. C'est d'ailleurs ce qui s'est passé à Hong Kong en début d'année.

Mais après des chiffres du premier trimestre désastreux, et sous la pression des acteurs économiques locaux, l'exécutif hongkongais a accepté de desserrer le niveau de contraintes. Il faut dire que le PIB s'est contracté de 4% au premier trimestre, et que les autorités tablent maintenant sur une croissance entre 1 et 2% en 2022, une prévision revue largement à la baisse qui reste toutefois supérieure à celle du consensus, qui se situe plutôt autour de 0,5-1%.



Sans surprise, c'est la consommation privée qui a apporté la contribution la plus négative à la croissance (-3,5 points de PIB). Afin d'inverser la tendance, les autorités ont de nouveau misé sur une politique budgétaire ciblée sur la demande, et les résidents hongkongais ont reçu début avril un premier chèque de 5 000 HKD (environ 600 €). Mais alors que les frontières – en particulier celles avec la Chine – restent fermées depuis plus de deux ans, et qu'une partie de la classe aisée – résidente ou expatriée – a quitté le pays (la population a baissé de 1,2% en 2021, et le nombre de départs observés depuis le début de l'année fait craindre un recul encore plus important pour 2022), l'âge d'or hongkongais semble être révolu.

Hong Kong subit également un triple choc externe : la hausse du prix des matières premières (énergétiques et alimentaires) dont elle est importatrice nette ; le blocage du commerce mondial, alors qu'elle se situe en bout de chaîne de valeur (Hong Kong est traditionnellement une plateforme logistique réexportant des produits chinois) ; et le resserrement monétaire américain.

En effet, alors que l'inflation reste très contenue (sous les 2% en glissement annuel en mars), en raison justement de l'atonie de la demande, mais aussi des liens commerciaux avec la Chine, où la hausse des prix demeure aussi modérée, le système monétaire hongkongais (système de peg indexé sur le dollar) entraîne une perte d'autonomie en termes de politique monétaire. Si bien que la HKMA (*Hong Kong Monetary Authority*) n'a pas eu d'autre choix que de répercuter la hausse des taux américains sur sa propre courbe. Le taux directeur s'élève depuis le 5 mai dernier à 1,25%. Un niveau encore bas qui pourrait toutefois pénaliser les ménages et surtout les PME, dont les marges d'endettement vont nécessairement se réduire dans un contexte économique peu porteur.

Ce resserrement monétaire s'est également accompagné de sorties de capitaux, l'arbitrage rendement/risque s'effectuant en défaveur de Hong Kong, qui ont à leur tour provoqué des pressions sur le change : alors que le dollar hongkongais flirtait avec le plafond de sa bande de fluctuation (7,85 HKD = 1 USD), la HKMA a dû intervenir pour soutenir sa monnaie pour la première fois depuis 2019, lorsque les manifestations contre la loi d'extradition avaient impacté le taux de change.

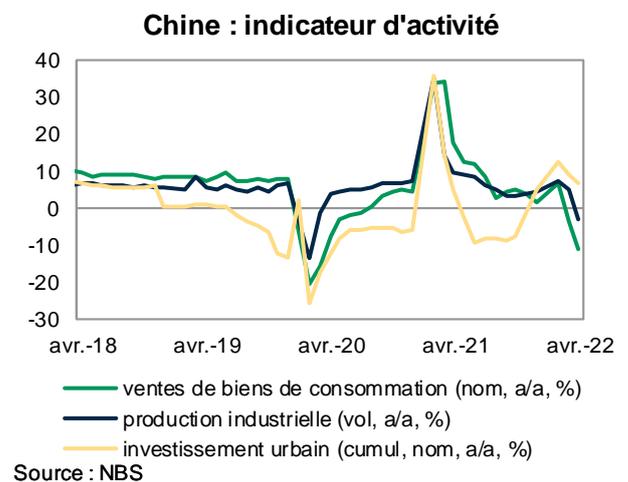
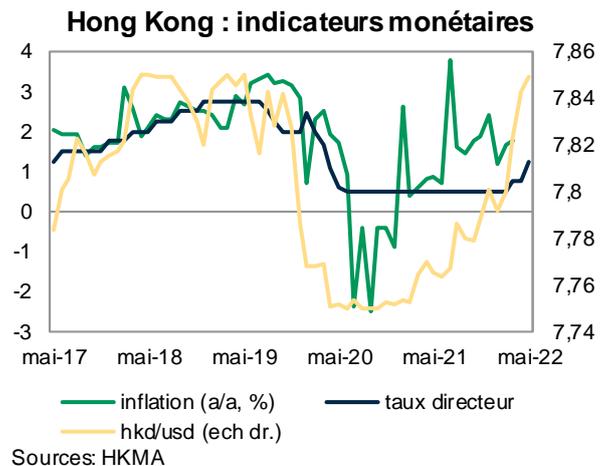
Devant toutes ces contraintes et alors que l'épidémie reculait, les autorités hongkongaises ont ainsi décidé de passer d'une « stratégie zéro Covid » à une « dynamique zéro Covid ».

Côté Chine continentale en revanche, aucune inflexion, et ce malgré les très mauvais chiffres d'activité d'avril présentés en début de semaine. Recul des ventes au détail (-11,1% en glissement annuel), de la production industrielle (-2,9%) : le net ralentissement du commerce extérieur (croissance de 3,9% des exportations contre 14,6 en mars, croissance nulle des importations) ainsi que les PMI (47,4 dans l'industrie, 41,9 pour les services, très largement dans la zone de contraction) laissent présager d'une mise au pas de l'économie. Il n'empêche que ces niveaux ont surpris le consensus, qui doit se préparer à un mois de mai relativement similaire, le relâchement du confinement de Shanghai n'étant pas prévu avant le 1<sup>er</sup> juin et alors que les mesures de restrictions se multiplient à Pékin.

C'est dire si la cible officielle de croissance 2022 (« autour de 5,5% ») semble de plus en plus inatteignable. Avec une croissance autour de 1,5% en glissement annuel au deuxième trimestre – il semble difficile de faire plus compte tenu des mois d'avril et mai – il faudrait que cette dernière dépasse les 7% au second semestre pour atteindre ces 5,5%. Un scénario extrêmement peu probable, surtout que les autorités chinoises sont elles aussi confrontées à des arbitrages difficiles : poursuivre la politique zéro Covid, soutenir l'activité, ne pas surendetter l'économie plus qu'elle ne l'est déjà.

Un triangle d'incompatibilités, tant ces dernières semblent être à la peine quand il s'agit de proposer des politiques de relance centrées sur la demande plutôt que sur l'offre. Alors c'est encore et toujours la politique monétaire qui est convoquée – Pékin possède cet avantage sur Hong Kong – pour éviter les crises de liquidités et les faillites : baisse du taux de réserves obligatoires et du taux directeur, réaccélération de la production de crédits et même relâchement des contraintes sur l'immobilier, mais avec le risque de voir s'accroître les déséquilibres et les bulles qui pèsent déjà sur l'économie chinoise.

Les marchés ne s'y trompent pas et sanctionnent de plus en plus durement les indices chinois, qui ont cédé environ 15% en cinq mois. Le yuan s'est déprécié d'un peu plus de 6% depuis janvier, alors que les autres monnaies de la zone (à l'exception du won coréen), pourtant historiquement plus fragiles, affichent de meilleures performances. Un climat plutôt inhabituel, qui ne devrait cependant pas détourner Pékin de sa ligne de conduite.





Article publié le 20 mai 2022 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)

## Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
20/05/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
20/05/2022	<u>Italie – Scénario 2022-2023 : face au conflit en Ukraine</u>	Italie
19/05/2022	<u>Algérie – Des améliorations économiques certaines, mais plus d'inflation</u>	Afrique
19/05/2022	<u>Europe – Le 9 mai de l'Europe, un moment géopolitique ?</u>	Europe
19/05/2022	<u>Géo-économie et investissements directs : la puissance auto-réalisatrice des anticipations</u>	Géopolitique
18/05/2022	<u>Philippines – Un peuple qui oublie son passé se condamne à le revivre</u>	Asie du Sud-Est
16/05/2022	<u>Espagne – L'industrie résiste, sous pression</u>	Espagne
13/05/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
11/05/2022	<u>Afrique du Sud – Les indices PMI témoignent des difficultés du mois d'avril</u>	Afrique du Sud
10/05/2022	<u>Zone euro – Production industrielle et ventes au détail en repli en mars</u>	Zone euro
09/05/2022	<u>Parole de banques centrales – La BoE poursuit son resserrement afin de freiner les effets de second tour</u>	Royaume-Uni
06/05/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
06/05/2022	<u>La guerre en Ukraine intensifie la crise de l'huile de palme en Indonésie</u>	Asie
05/05/2022	<u>Éclairages – Dépendance au gaz russe : comment en réduire l'impact en Europe ?</u>	Union européenne
05/05/2022	<u>Oman – Des améliorations macro-économiques grâce au redressement de la rente pétrolière</u>	Moyen-Orient
03/05/2022	<u>Espagne – Un plafond au prix du gaz accordé par l'Union européenne</u>	Espagne
02/05/2022	<u>Italie – Recul du PIB au T1</u>	Italie

### Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la Publication** : Isabelle Job-Bazille

**Rédacteur en chef** : Armelle Sarda

**Documentation** : Dominique Petit – **Statistiques** : Robin Mourier, Alexis Mayer

**Secrétariat de rédaction** : Sophie Gaubert

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

**Internet** : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

**iPad** : application **Études ECO** disponible sur App store

**Android** : application **Études ECO** disponible sur Google Play

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*