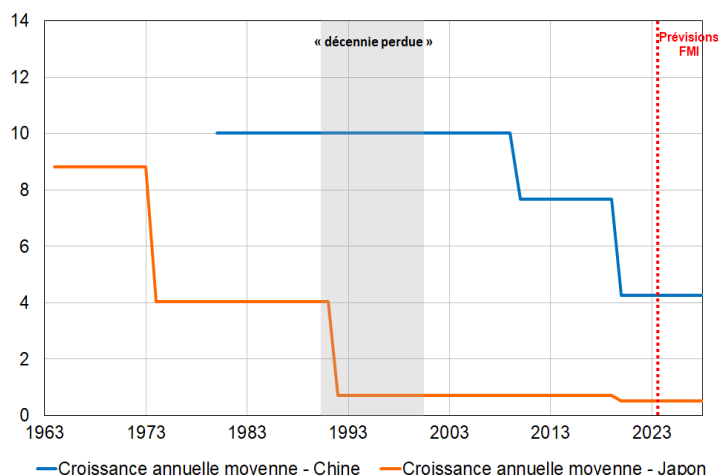


Quel risque de « japonisation » de l'économie chinoise ?

Louis BERTRAND, Thomas CARRÉ, Patrick KANDA TUNDA, Eloïse VILLANI

- Le phénomène de « japonisation » d'un pays fait référence à la trajectoire économique qu'a connu le Japon à partir du début des années 1990, après plusieurs décennies d'expansion rapide. Elle se caractérise par un faible taux de croissance et d'inflation, et des taux d'intérêt extrêmement bas.
- La Chine présente plusieurs similitudes avec le Japon du début des années 1990. Son modèle de croissance donne la priorité à l'industrie et à l'investissement, et s'appuie sur le dynamisme des exportations. Elle fait face à un endettement élevé, à un fort ralentissement de sa démographie, à une baisse tendancielle de la croissance (cf. Graphique) et de l'inflation, et à une crise immobilière depuis 2021.
- Cependant, l'ampleur de la baisse de la croissance pourrait être plus limitée qu'au Japon, compte tenu de certains atouts de l'économie chinoise, et de la possibilité de tirer les leçons de l'expérience japonaise. Alors qu'elle atteint la frontière technologique dans un nombre croissant de secteurs, la Chine ambitionne d'effectuer une transition vers un nouveau modèle de croissance, davantage centré sur les nouvelles technologies et l'augmentation de la productivité.
- La mise en place de ce nouveau modèle pourrait toutefois être entravée par le fort taux d'endettement des gouvernements locaux, et des interrogations subsistent plus généralement sur la capacité d'un tel modèle à soutenir un haut niveau de croissance.
- Un destin comparable à celui du Japon signifierait un fort ralentissement du processus de rattrapage, mais pas nécessairement des gains de productivité plus faibles que dans les autres pays : corrigé de la structure démographique, la croissance japonaise a en effet été similaire à celle des autres grands pays avancés depuis 1990.

Taux de croissance réel annuel au Japon et en Chine (%)



Source : Banque mondiale ; FMI pour les prévisions entre 2024 et 2028.
NB : La « décennie perdue » du Japon correspond à la période de 1991 à 2001.

1. Des similitudes et des différences avec le Japon des années 1990

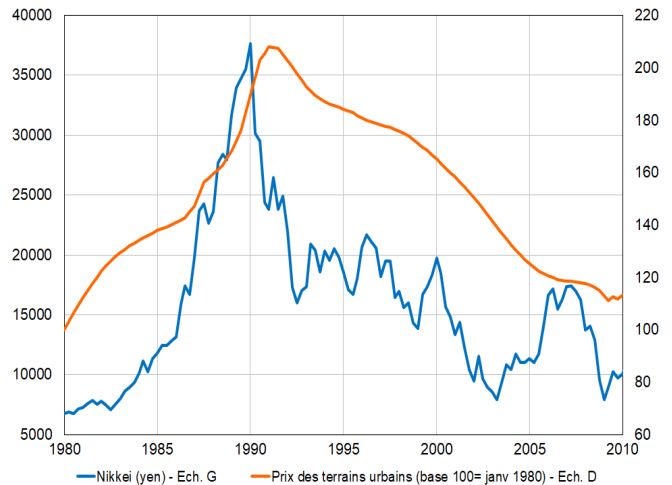
1.1 La crise japonaise des années 1990

La crise japonaise et par extension la notion de « japonisation » d'un pays se caractérisent par une longue période de faible croissance (inférieure à 1 %) et une faible inflation¹ (proche de 0 %) malgré des taux d'intérêt extrêmement bas, faisant suite à plusieurs décennies d'expansion rapide. La crise japonaise a débuté au début des années 1990 et elle a découlé : (i) de l'épuisement d'un modèle de croissance reposant sur les exportations et l'investissement dans des entreprises publiques peu productives ; (ii) de vulnérabilités structurelles (ralentissement démographique, endettement élevé du secteur privé, fragilités du secteur financier) ; et (iii) de l'éclatement de bulles spéculatives boursière et immobilière (cf. Graphique 1 et Encadré 1).

L'éclatement de ces bulles a entraîné une période prolongée de désendettement du secteur privé, de faibles consommations et investissements privés, et de contraction des prix. Cette crise a pesé sur les anticipations dans un contexte de spirale déflationniste, et de perspectives d'emploi et de salaires plus

défavorables (cf. Encadré 1). Le ralentissement de l'activité économique et la baisse de l'inflation ont ensuite affecté les capacités de remboursement des entreprises. Les banques japonaises ont continué à financer des « entreprises zombies² », privant de capitaux certaines entreprises saines, et pesant ainsi sur la croissance japonaise.

Graphique 1 : Évolution du Nikkei et des prix des terrains urbains au Japon



Source : MSCI, Japan Real Estate Institute (JREI).

Encadré 1 : 1991-2000 : une « décennie perdue » au Japon

La « décennie perdue » trouve son origine dans des déséquilibres ayant émergé dans les années 1980. L'appréciation du dollar (+40 % sur le taux de change effectif réel entre janvier 1981 et mars 1984), provoquée par le resserrement monétaire américain en réponse au deuxième choc pétrolier, a conduit les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales du G5 à signer un accord d'intervention sur les marchés des changes (les accords du Plaza en 1985), auxquels le Japon a pleinement adhéré, visant à déprécier le dollar par rapport aux devises japonaise et allemande. Malgré des montants d'intervention inférieurs à ceux qui étaient prévus, la surréaction des marchés a été telle que l'appréciation du yen par rapport au dollar a été beaucoup plus rapide et marquée qu'attendu^a.

Ceci a pesé sur les exportations^b et la croissance de l'économie japonaise s'est retrouvée davantage dépendante de la demande intérieure^c. La Banque du Japon (BoJ) a été contrainte de maintenir ses taux à un niveau très bas, pour tenter de freiner l'appréciation du yen^d, provoquant un excès de liquidité qui, combiné à la dérégulation financière du début des années 1980, a entraîné l'émergence d'une bulle spéculative sur le marché actions et les terrains.

- Ito T. (2015), "The Plaza Agreement and Japan: Reflection on the 30th year anniversary", Rice University's Baker Institute for Public Policy, *Working Paper*.
- En trois ans (1985-1988), la valeur du yen par rapport au dollar américain a doublé, passant de 260 yens par dollar début 1985 à 130 yens par dollar début 1988, tandis que la part des exportations dans le PIB a baissé de 13,6 % en 1985 à 9,4 % en 1988.
- Yoshikawa H. (2000), « La politique économique face à la stagnation de l'économie », *Économie internationale*, (84), 4.
- Ito T. (2015), *op. cit.*

(1) Ciornohuz V. (2016), « Le Japon face à la déflation : quel bilan des *Abenomics* », *Trésor-Éco*, n° 184.

(2) Une entreprise zombie est une entreprise non rentable et qui cesserait d'exister sans l'aide des créanciers (pouvant eux-mêmes être des entreprises zombies) ou du gouvernement. Ces soutiens sont apportés afin que ces entreprises puissent assurer le service de leur dette ou préserver l'emploi. Les entreprises zombies ont une productivité inférieure aux autres entreprises et conduisent à une allocation non-optimale du travail et du capital.

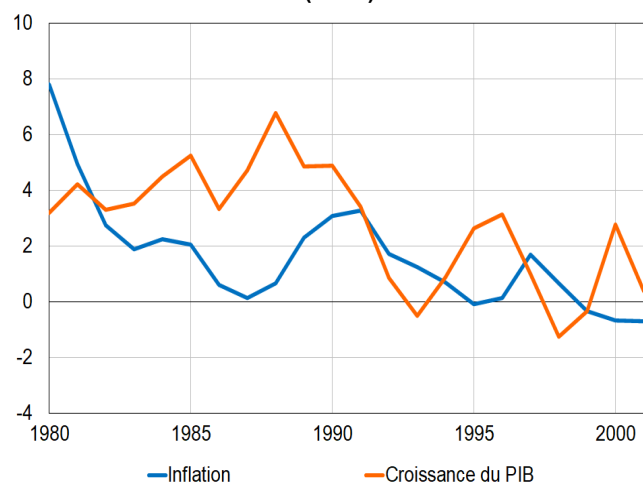
L'éclatement de la bulle en 1991 et la récession qui s'en est suivie ont mis fin au rattrapage rapide de la productivité japonaise et ont marqué le début d'une période de faible croissance, connue sous le nom de « décennie perdue ». Le PIB a crû de +1,2 % en moyenne entre 1991 et 2000, contre +4,4 % dans les années 1980^e. La faible demande intérieure a entraîné un ralentissement de l'inflation puis une déflation (cf. Graphique 2). Des facteurs structurels, comme les liens étroits entre les banques et les entreprises, et une réponse de politique économique insuffisante ont sans doute prolongé les difficultés de l'économie japonaise.

Les banques, qui avaient développé un système de participations croisées avec leurs clients, ont continué d'octroyer des prêts à des entreprises insolvables et en faillite (« zombies »), renforçant ainsi la dégradation de leurs propres bilans^f. Cette mauvaise allocation des ressources, qui jouait contre les secteurs rentables, a contribué à limiter le potentiel de croissance du Japon^g.

La longueur de la crise japonaise reflète aussi les politiques économiques. Le gouvernement japonais a tardé à restructurer le secteur financier, de crainte de voir s'aggraver le chômage. La proximité entre les responsables politiques, l'administration et les milieux industriels et financiers au Japon a pu aussi jouer un rôle à cet égard^h. La politique monétaire a été certes expansionniste, mais elle s'est heurtée au plancher du taux zéro, la faible inflation ne permettant pas de suffisamment réduire les taux réels.

Le levier des taux d'intérêt réels étant contraint par la très faible inflation, c'est de la politique budgétaire et des dépenses publiques qu'a été attendu un soutien à l'activité. Mais cette politique de relance n'a guère été efficace, en particulier parce que les investissements dans les infrastructures étaient ciblés sur les zones rurales et agricoles et présentaient un effet multiplicateur faibleⁱ, laissant la demande intérieure atone^j malgré une dette publique ayant plus que doublé en une décennie^k.

Graphique 2 : Inflation et croissance du PIB au Japon (en %)



Source : FMI.

- e. La croissance potentielle a ainsi reculé d'environ +4,0 % en 1990 à moins de +1,0 % en 1999 (cf. Blin-Vialart G. et al. (2023), « Quels moteurs de croissance pour le Japon ? », *Trésor-Éco*, n° 326).
- f. Caballero Ricardo J., Takeo Hoshi et Anil K. Kashyap (2008), "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan", *American Economic Review*, 98 (5), 1943-77.
- g. Yoshikawa (2000), *op. cit.*
- h. Japon : crise et douloureuses mutations, rapport de groupe interparlementaire d'amitié n° 28, 01/10/1999.
- i. Heng S.-H. (2009), "Insights from Japan's "Lost Decade"", *EAI Working paper* No. 154.
- j. Selon les données recueillies sur e-Stat – site portail des statistiques du gouvernement japonais – la croissance de la demande intérieure s'est établie à +1,1 % en moyenne entre 1995 et 2001.
- k. Selon le FMI, la dette publique est passée de 62,2 % du PIB en 1991 à 145,1 % en 2001.

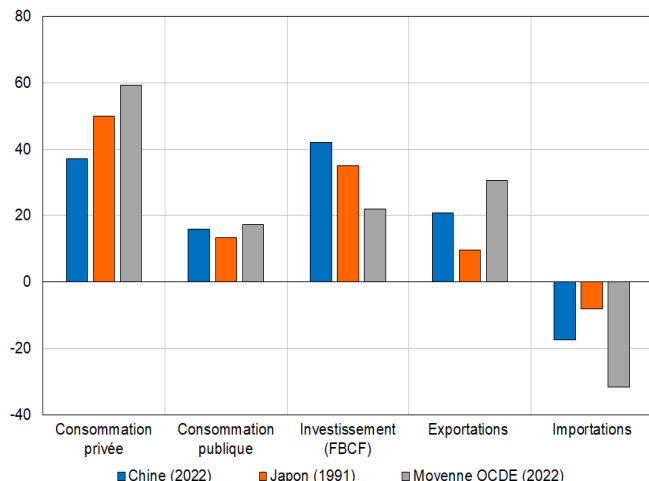
1.2 Les faiblesses de la Chine de 2024

Outre son modèle de croissance qui repose sur les exportations et l'investissement (cf. Graphique 3), la Chine affiche de nombreuses similitudes avec le Japon des années 1990 : un secteur immobilier en difficulté³ et représentant un poids élevé dans le PIB, une inflation faible depuis plusieurs années, une baisse et un vieillissement de la population, et un endettement élevé des ménages et des entreprises (cf. Tableau 1).

Après plusieurs décennies de forte croissance économique en Chine (+10,0 % de croissance par an en moyenne entre 1980 et 2009 et +7,7 % entre 2010 et 2019), le FMI prévoit un ralentissement à moyen terme (+4,0 % entre 2024 et 2029 selon les prévisions d'août 2024). La tendance au ralentissement a aussi été constatée au Japon, qui était passé de +8,8 % en moyenne entre 1964 et 1973 à +4,0 % entre 1974 et 1991, celle-ci s'étant ensuite aggravée à +0,7 % entre 1992 et 2019 (cf. Graphique page de garde).

(3) Cf. Carré T., Chalmel L., Villani E., Yang J. (2022), « La dépendance de la croissance chinoise au secteur immobilier », *Trésor-Éco*, n° 311.

Graphique 3 : Poids dans le PIB de différentes composantes de la demande en Chine en 2022 et au Japon en 1991 (%)



Source : Banque mondiale.

La Chine affiche aussi une tendance à la baisse de l'inflation : après +6,1 % par an en moyenne entre 1980 et 2009, l'inflation a décliné à +2,6 % entre 2010 et 2019 (cf. Graphique 4) et a atteint le point le plus bas depuis 2010 en janvier 2024 à -0,8 % en glissement annuel. Pour des raisons qui diffèrent de la situation japonaise, où une spirale déflationniste s'était enclenchée à partir des années 1990, l'inflation devrait rester structurellement faible en Chine⁴ à cause (i) d'un excès croissant d'offre par rapport à la demande, alors que la consommation des ménages dans le PIB est faible (37 % en 2022, contre près de 60 % en moyenne pour les pays de l'OCDE)⁵ (cf. *infra*) ; (ii) d'une urbanisation toujours en cours qui induit une modération salariale, du fait de l'arrivée sur le marché du travail de nouveaux urbains acceptant des salaires plus faibles, (iii) des prix alimentaires et énergétiques toujours encadrés⁶, et (iv) d'une concurrence forte, les entreprises baissant leurs prix pour conquérir des parts de marché, y compris au détriment de leurs marges.

Tableau 1 : Similarités entre la Chine et le Japon

| | Chine (2022) | Japon (1991) |
|---|--------------|--------------|
| Taux de fertilité (nombre d'enfants par femme) | 1,2 | 1,5 |
| Part de la population de plus de 65 ans (en % de la population totale) | 14 | 13 |
| Population en âge de travailler (15-64 ans) (en % de la population totale) | 69 | 70 |
| Endettement des entreprises non financières (% PIB) | 158 | 138 |
| Endettement des ménages (% PIB) | 61 | 67 |
| Endettement total du secteur non financier incluant la dette publique (% PIB) | 293 | 296* |
| Part du secteur immobilier au sens large (% PIB)** | 28 | 20 |
| Investissement immobilier (% PIB)*** | 11 | 21,7 |
| Valeur ajoutée du secteur immobilier (% PIB)**** | 7,2 | 10,3 |
| Taux d'inoccupation résidentiel (%)***** | 22 | 9 |
| Investissement (% du PIB) | 42 | 35 |
| Inflation annuelle moyenne (%)***** | 1,8 | 0,8 |

Source : Banque mondiale, Goldman Sachs, IIF, BIS, FMI, instituts statistiques nationaux (NBS, Bureau du cabinet).

* Donnée du BIS de 1997 (donnée indisponible avant cette date).

** Données du NBER incluant les secteurs en amont et en aval pour 2016 en Chine et 1997 au Japon.

*** Données issues des instituts statistiques nationaux (2022 en Chine et 1994 au Japon en intégrant les investissements en logements et autres constructions).

**** Données issues des instituts statistiques nationaux (2020 en Chine, 1994 au Japon). La valeur ajoutée du secteur immobilier en Chine a décliné depuis 2020 et s'établit désormais à 5,8 % du PIB en 2023.

***** Logements vacants ou inoccupés.

***** Inflation annuelle moyenne sur la période 1991-2000 au Japon et 2014-2023 en Chine selon les données du FMI.

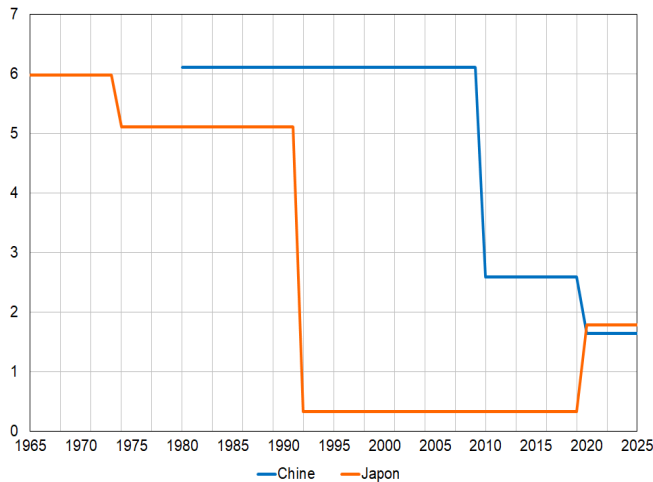
Note : À titre de comparaison, l'inflation annuelle était de 8,2 % dans l'OCDE en 2022, la contribution de l'investissement à la croissance de 22 % du PIB et le taux de fertilité à 1,6 enfant par femme.

(4) Cf. « Perspectives mondiales au printemps 2024 : Une croissance modérée et inégale », *Trésor-Éco*, n° 339, mars 2024.

(5) Le taux d'épargne atteignait 37 % au T3 2023, en légère baisse depuis son pic à 42 % au T4 2020. À titre de comparaison, le taux d'épargne moyen a atteint 14 % au T3 2023 dans la zone euro.

(6) Notamment via des réserves stratégiques de produits agricoles et des tarifs énergétiques réglementés. Le FMI estime que la différence observée sur les prix énergétiques et alimentaires explique de 3 à 4 points d'écart entre l'inflation en Chine et les taux observés dans les pays de l'OCDE en 2022 et 2023.

Graphique 4 : Évolution de l'inflation en Chine et au Japon (taux annuel moyen en %)



Source : Banque mondiale, FMI (2023 et 2024).

Note : Pour le Japon, les périodes retenues correspondent à : (i) à la phase de forte croissance des années 1960, (ii) au ralentissement de la croissance dans les années 1970-1980, (iii) à la « décennie perdue » dont la période de faible croissance et d'inflation s'est prolongée jusqu'en 2019, et (iv) à la période suivant la crise Covid, où il s'est produit un regain d'inflation. Pour la Chine, les périodes choisies sont (i) de 1980 à 2007, période de rattrapage et de réformes (ouverture du pays, accession à l'Organisation Mondiale du Commerce) avec une croissance proche de 10 % par an, (ii) 2008-2019, quand apparaissent les limites du modèle chinois, avec la crise des *subprimes* (hausse de l'endettement, apparition des surcapacités notamment dans l'industrie et la production, baisse de la productivité et du rendement des investissements), et (iii) à partir de 2020 : ralentissement structurel de la croissance chinoise et risque de déflation.

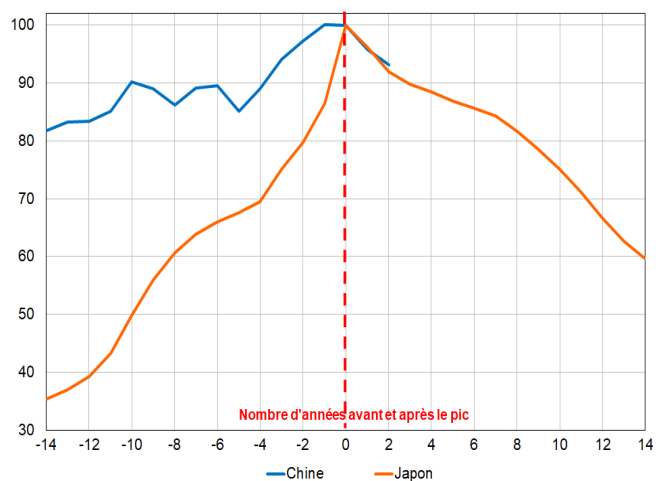
1.3 Les leviers de croissance en Chine

La Chine est confrontée à des difficultés conjoncturelles similaires au Japon du début des années 1990 (baisse du cours des marchés boursiers de 38 % en Chine entre le pic atteint en février 2021 et mai 2024 et de 56 % au Japon entre janvier 1990 et janvier 1994, baisse des prix immobiliers), mais la correction des déséquilibres touchant les secteurs financier et immobilier devrait y être moins brutale. Le contrôle des autorités sur les principaux acteurs des marchés boursiers en Chine rend peu probable l'apparition d'une crise systémique d'origine boursière de même ampleur qu'au Japon. De plus, les marchés de capitaux chinois restent de taille modeste relativement au reste de l'économie : les entreprises non-financières chinoises se finançaient en 2019 à 72 % auprès des banques, 30 % par l'émission obligataire (les banques étant les premiers acteurs de ce marché) et 6 % par le marché actions (contre 26 %, 5 % et 53 % respectivement pour le Japon au cours de

la même année)⁷. Dès lors, le risque de contagion d'une éventuelle crise financière à l'économie est limité.

S'agissant de la crise du secteur immobilier, la hausse des prix immobiliers urbains semble avoir été plus limitée en Chine qu'au Japon avant le pic (cf. Graphique 5) – sous réserve que les prix immobiliers n'aient pas fait l'objet d'une sous-déclaration en Chine au pic de la bulle. De plus, la crise immobilière chinoise s'est matérialisée à partir du moment où les autorités ont pris des mesures pour limiter l'endettement des promoteurs, et plus largement organiser le dégonflement de la bulle. En outre, depuis quelques mois, alors que la crise immobilière se poursuit, les autorités mettent en place des mesures de soutien pour limiter la baisse des prix et relancer la demande (abaissement du taux d'acompte minimum, taux d'emprunt plus favorables, flexibilisation des conditions d'achat, etc.). Ces mesures ont contribué jusqu'à présent à limiter la vitesse de la correction, mais celle-ci n'est pas encore achevée et son ampleur future reste difficile à estimer. En parallèle, le risque de contagion au système bancaire semble pour l'heure contenu. Les banques chinoises estiment à 6 % leur exposition directe aux promoteurs immobiliers, mais aucune donnée ni étude publique n'a été produite à notre connaissance sur l'importance de l'immobilier dans le collatéral des prêts.

Graphique 5 : Évolution des prix immobiliers urbains en Chine et au Japon (base 100= 2021 et 1991 respectivement)



Source : Fed Saint Louis, dernière donnée : T3 2023 pour la Chine. Note de lecture : L'année 0 correspond pour le Japon à l'année 1991 et pour la Chine à 2021 (soit l'année où le pic des prix immobiliers a été respectivement atteint).

(7) Cf. Carré T., Huang Z., Surre F. (2022), « Évolution des marchés financiers chinois », *Trésor-Éco*, n° 319.

Enfin, la Chine dispose de leviers pour soutenir sa croissance de long terme. En premier lieu, une partie de la population devrait continuer à s'enrichir grâce au rattrapage économique encore en cours de certaines provinces rurales et à l'urbanisation, ce qui pourrait se traduire par une augmentation « mécanique » de la part de la consommation intérieure dans le PIB (cf. Tableau 1). Or la consommation privée contribue pour l'instant pour seulement un tiers à la croissance en Chine en 2023 contre plus de la moitié au Japon dans les années 1990 (cf. Graphique 3), avec un PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat s'élevant à 17 600 en dollar international en Chine en 2021 contre 33 800 au Japon en 1991. La classe moyenne est encore limitée en Chine (400 millions de personnes⁸, soit 28 % de la population en 2017 contre 67 % au Japon en 1994⁹), mais devrait continuer d'augmenter et pourrait

s'élever à 40 % de la population en 2030¹⁰. La croissance des salaires réels resterait plutôt élevée en Chine (d'après les données officielles, qui peuvent être relativisées par les données publiées par les plateformes de recrutement¹¹) alors qu'elle stagnait au Japon depuis le début des années 1990. Par ailleurs, par son contrôle des flux de capitaux et sa position externe maîtrisée, la Chine peut limiter les pressions sur le change, contrairement au Japon qui avait vu le yen s'apprécier de près de 70 % face au dollar entre 1985 et 1995. Les exportations resteraient ainsi un autre levier (à court terme *a minima*), grâce à une politique de soutien à l'offre (cf. Partie 3.1) et un taux de change effectif réel du yuan qui est revenu à l'été 2023 à son niveau de début 2014 (avec un indice autour de 90 contre plus de 100 en 2022), soutenant ainsi la compétitivité des exportations chinoises.

Tableau 2 : Principales différences entre la Chine en 2021 et le Japon en 1991

| | Chine (2021) | Japon (1991) |
|---|--------------|--------------|
| PIB réel par habitant (en PPA, dollar international 2017) | 17 591 | 33 791 |
| Taux d'urbanisation (%) | 62,5 | 77,5 |
| Ouverture du compte de capital ^a | Peu ouvert | Ouvert |
| Contribution de la consommation privée à la croissance du PIB (% PIB) | 37 | 50 |

a. La Chine a ouvert l'accès à ses marchés pour les étrangers via son programme « *Qualified Foreign Institutional Investor* » (QFII), étendu et assoupli depuis sa création en 2022. Il ne permet toutefois pas les investissements étrangers dans les entreprises jugées stratégiques, et contraint les *joint ventures*. Plus largement, la Chine refuse d'ouvrir son compte financier, craignant que des sorties importantes de capitaux affectent la stabilité du RMB. Cf. Carré T., Huang Z., Surre F. (2022), *op. cit.*

Source : FMI, Banque mondiale, NBS, NBER, *Our World in Data*.

2. Des déséquilibres propres au modèle chinois

La Chine connaît à la fois un phénomène de ralentissement économique à mesure qu'elle se rapproche de la frontière technologique, et souffre de déséquilibres liés à son modèle de croissance, fondé sur l'investissement et les exportations grâce à un soutien massif à la production manufacturière pendant les dernières décennies, alimentant un déséquilibre structurel entre offre et demande.

Concernant la demande, la consommation des ménages est structurellement faible, leur épargne élevée étant investie pour 78 % dans l'immobilier en 2021¹². De ce fait, la crise immobilière contribue à pénaliser la consommation des ménages. Le taux de chômage élevé des jeunes (17,1 % en juillet 2024 pour les jeunes ayant entre 16 et 24 ans¹³) pèse également sur la confiance des ménages.

(8) D'après l'institut de statistiques chinois (NBS), les personnes appartenant la classe moyenne ont un revenu compris entre environ 15 000 et 75 000 USD par an. Les autorités ont avancé le chiffre de 500 M de personnes en 2024, sans apporter de précisions méthodologiques. Il n'existe pas de consensus des économistes sur le nombre de Chinois appartenant à la classe moyenne.

(9) D'après l'Institut d'études économiques de l'université Keio qui se base sur des individus ayant un revenu compris entre 75 et 200 % du revenu annuel médian.

(10) 2023 China's Future Consumer Report, Boston Consulting Group (BCG).

(11) Le site Zhaopin en particulier fait état d'une baisse des salaires à l'embauche pour les salaires dans les 38 plus grandes villes chinoises en 2023, d'après les données compilées par Bloomberg : [Nearly a Third of China's White-Collar Workers Reported Falling Wages Last Year - Bloomberg](#).

(12) L'immobilier représente environ 78 % de la valeur des actifs des ménages chinois, contre 35 % en moyenne aux États-Unis et 57 % dans la zone euro. La crise immobilière survenue depuis 2021 a suscité en outre un effet de richesse négatif de nature à durablement pousser les ménages à épargner plutôt qu'à consommer leurs revenus.

(13) Les autorités ont interrompu la publication de l'indice précédent, qui indiquait un chômage des jeunes de 21,3 % lors de sa dernière publication en juin 2023, avant d'annoncer une nouvelle mesure du taux de chômage chez les jeunes.

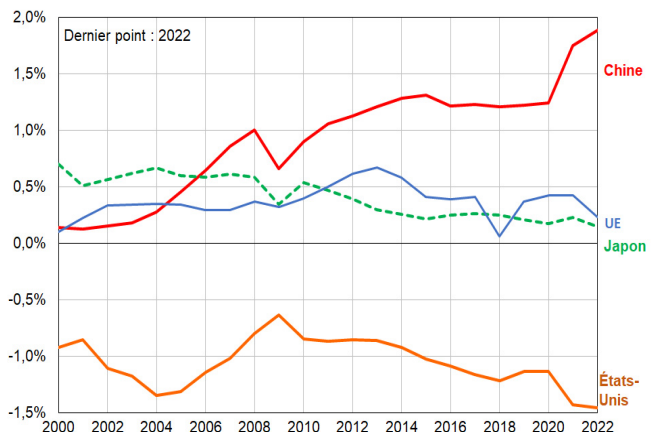
Concernant l'offre, les surcapacités de production¹⁴ inquiètent de longue date. Dès 2014, des surcapacités émergent dans les secteurs liés aux infrastructures et à l'immobilier (fer et acier, ciment, aluminium, verre, construction navale, et dans une moindre mesure le photovoltaïque), attribuées en partie au plan de relance adopté en 2008-2009. Plus récemment, la production manufacturière a atteint en 2021 un niveau historiquement élevé et son taux de croissance ne faiblit pas. Elle s'accompagne d'une baisse relative du taux d'utilisation des capacités installées (passé de 78,4 % au T2 2021 à 73,6 % au T1 2024), d'une baisse du profit des entreprises¹⁵, et d'une accumulation historique de stocks. Une nouvelle phase de surcapacités semble ainsi se profiler, portée par les biens verts (véhicules électriques, éoliennes, panneaux photovoltaïques, batteries), mais également par plusieurs secteurs traditionnels de l'industrie chinoise (chimie, produits manufacturiers, électronique).

Ces déséquilibres comportent plusieurs risques. Le déséquilibre entre l'offre et la demande alimente les pressions déflationnistes. Le soutien à la production, y compris aux entreprises non-performantes, nuit à la productivité du capital, parallèlement à l'augmentation continue des investissements en infrastructures, de moins en moins productifs. La hausse de l'endettement public a surtout profité aux entreprises publiques, alors que les conditions de financement du secteur privé se sont resserrées. Le risque de permettre le maintien d'entreprises « zombies » reste difficile à quantifier : un faible taux de profit ne reflète pas nécessairement une productivité faible, les entreprises publiques chinoises cherchant à gagner des parts de marché plus qu'à réaliser des profits. Ce soutien aux entreprises publiques contribue à l'intensité de la concurrence entre les entreprises chinoises, à l'échelle locale comme nationale. Cette politique industrielle et la forte compétition interne se traduisent *in fine* par une baisse des prix à la production qui renforcent la compétitivité-

prix des biens chinois à l'exportation, les parts de marché chinoises dans plusieurs secteurs et l'excédent commercial chinois (cf. Graphique 6).

La croissance chinoise s'accompagne depuis plusieurs années d'une hausse importante de l'endettement privé comme public, avec une dette totale estimée à 307,5 % du PIB en 2023¹⁶. Selon le FMI¹⁷, la dette publique atteindrait ainsi 88,6 % du PIB en 2024 (contre 40,0 % en 2014), et jusqu'à 122,0 % du PIB pour la dette dite « augmentée »¹⁸ (comprenant d'autres fonds publics et une estimation de la dette des véhicules de financement des gouvernements locaux (LGFV)). La mobilisation des gouvernements locaux pour le financement des entreprises locales pourrait ainsi atteindre certaines limites, même si d'autres acteurs comme les grandes banques ou le gouvernement central semblent encore disposer d'espace dans leur bilan pour s'endetter davantage. Le nombre de défauts de LGFV a augmenté sur les dernières années, et plusieurs provinces connaissent des difficultés pour le paiement des intérêts sur leur dette.

Graphique 6 : Solde commercial des biens manufacturés (% du PIB mondial)



Source : UNComtrade, Banque mondiale.

(14) Les surcapacités surviennent lorsque la capacité de production des entreprises est sous-utilisée. Elles sont considérées comme structurelles lorsque les entreprises maintiennent ou augmentent leurs capacités inutilisées sans tenir compte de la réalisation ou de l'absence de profit.

(15) À titre d'exemple, les profits du secteur ont baissé de 8,6 % en 2015 à 5,0 % en 2023.

(16) Cf. Alix T., Carré T., Chalmel L. (2023), « Les finances publiques chinoises : risques conjoncturels et enjeux structurels », *Trésor-Éco*, n° 327.

(17) Rapport pour la consultation Article IV de 2023, 21 décembre 2023.

(18) La croissance de la dette dite « augmentée » a été 2,4 fois supérieure à la croissance du PIB en 2023.

Les entreprises (publiques et privées) présentent, elles aussi, des niveaux d'endettement élevés (166 % du PIB au 2^e trimestre 2023 selon la BIS), limitant les liquidités disponibles. Les ajustements structurels nécessaires au désendettement progressif de l'économie chinoise, en particulier pour les

gouvernements locaux et les entreprises, devraient s'inscrire sur le temps long, pesant sur la croissance chinoise à moyen terme comme ce fut le cas pour le Japon dans les années ayant suivi la « décennie perdue » (cf. Encadré 2).

3. Des politiques économiques qui risquent d'amplifier les coûts d'ajustement

3.1 La poursuite chinoise d'une croissance « de qualité »

Le XX^{ème} Congrès du Parti communiste chinois, qui s'est tenu en 2022, a confirmé que l'ouverture économique serait subordonnée aux priorités politiques, dans la continuité d'un mouvement entamé depuis plusieurs années (quatorzième plan quinquennal 2021-2025, plan Made in China 2025). Le taux de croissance nominale devient un objectif parmi d'autres et les objectifs politiques tels que la sécurité nationale (industrielle, technologique, alimentaire), permise par des chaînes de valeurs toujours plus « sécurisées et contrôlables », témoignent d'une politique nationale désormais axée sur une croissance dite « de qualité ».

Ces priorités ont été réaffirmées en mars 2024 lors des *Lianghui* (réunion annuelle des deux assemblées parlementaires chinoises). La cible de croissance a été à nouveau fixée autour de +5,0 % en 2024 et, pour l'atteindre, c'est toujours la politique industrielle et l'investissement public qui sont privilégiés (ce qui se traduit également à l'échelle des provinces, plusieurs provinces fortement industrialisées ayant une cible de croissance pour 2024 supérieure à 2023). La priorité pour 2024 est la modernisation du système industriel (véhicules à énergie nouvelle, développement de l'hydrogène, des biotechnologies, etc.), avec le développement scientifique au deuxième rang. De manière générale, les autorités chinoises continuent à orienter le développement vers les nouvelles technologies (intelligence artificielle, véhicules électriques, panneaux solaires, etc.), dans le but d'augmenter les niveaux de production, les exportations et la productivité globale des facteurs.

À ce stade, et malgré les annonces de septembre 2024¹⁹, la politique monétaire devrait rester accommodante à moyen-terme, mais prudente. La banque centrale chinoise (PBoC) a ainsi conduit plusieurs baisses successives mais limitées de ses taux directeurs pour soutenir l'activité, mais reste contrainte par les risques de volatilité du yuan par rapport au dollar, et par la volonté des ménages et des entreprises de se désendetter plutôt que de consommer ou d'investir.

3.2 Le risque d'un ajustement structurel long

À court terme, a priorité donnée à la production manufacturière risque d'alimenter les surcapacités et la dépendance chinoise aux exportations, et le soutien à l'investissement public contribue à l'augmentation de la dette : au total, la politique économique risque de renforcer les déséquilibres du modèle de croissance. Le choix de continuer à miser sur l'exportation pourrait se heurter en outre aux risques d'aggravation des tensions commerciales à moyen terme, dans un contexte de tensions géopolitiques au demeurant élevées.

Toutes choses égales par ailleurs, l'expérience japonaise suggère que, pour éviter un ajustement prolongé, il faudrait passer par des mesures visant à soutenir la croissance, les anticipations d'inflation et, plus largement, la confiance des agents économiques, et par des mesures visant une meilleure allocation du capital et à limiter les effets du vieillissement de la population. Or force est de constater les avancées très limitées en matière de réformes structurelles

(19) Les autorités chinoises ont annoncé fin septembre 2024 (i) des mesures monétaires (baisse des taux à 1 et 5 ans, baisse du ratio de réserves obligatoires des banques commerciales), (ii) des mesures en faveur du secteur immobilier (réduction du taux d'emprunt immobilier des ménages, mise en place d'une facilité de *relending*, baisse de l'acompte minimal pour le 2^{ème} logement) et (iii) des mesures relatives aux marchés de capitaux (création d'une facilité de refinancement et hausse annoncée des investissements des holdings d'État dans les marchés financiers).

(amélioration des filets de sécurités sociaux, amélioration des services financiers²⁰, réforme du *hukou*²¹) et de rééquilibrage de la consommation. Au total, un basculement du modèle de croissance chinois vers la consommation, appelé de leurs vœux des observateurs internationaux depuis de nombreuses années (cf. les articles IV du FMI), semble peu probable.

Du point de vue financier, la Chine tente de limiter le recours de l'économie à l'endettement, comme en témoigne la lutte contre le *shadow banking* en 2018, les exigences prudentielles applicables aux promoteurs immobiliers depuis 2020 et, plus récemment, la limitation des dépenses des gouvernements locaux les plus endettés. Des efforts sont aussi faits en matière de transparence, avec la réintégration progressive du passif de certains LGFV dans les bilans des collectivités dont ils sont issus. Mais malgré cela, l'endettement de l'économie continue à croître et pèsera sur les perspectives de croissance. Par ailleurs, concernant les distorsions de l'allocation du capital, les avancées sont limitées, comme le montre le maintien des garanties implicites dont bénéficient les entreprises publiques, qui conservent ainsi un accès privilégié au crédit ou au financement obligataire²² au détriment des entreprises privées. Or les entreprises publiques sont davantage mobilisées pour concourir aux objectifs de politique industrielle, ou pour jouer un rôle de « coussin amortisseur » en cas de choc (par exemple avec le rachat d'actifs de promoteurs endettés). La suppression de la garantie implicite entraînerait un renchérissement des conditions de crédit, voire la faillite d'entreprises publiques et une augmentation du chômage qui pourraient conduire à une récession²³. Pour ces différentes raisons, la réduction des garanties implicites offertes par le gouvernement aux entreprises publiques ne devrait pas avoir lieu à court terme.

Malgré l'affichage d'un soutien au secteur privé et la priorité donnée à la « réforme et l'ouverture », l'environnement des affaires semble se dégrader. La prévisibilité des évolutions réglementaires, préalable nécessaire pour dynamiser l'investissement privé, est limitée. Le resserrement de la réglementation dans les secteurs des services (internet, éducation, finance, santé) entre 2020 et 2022 a affecté le climat des affaires et accroît les incertitudes sur les perspectives d'évolution de l'emploi, et ce alors que la libéralisation du secteur des services débloquerait un vivier de croissance potentielle. De même s'agissant des investissements étrangers, en diminution en 2023 : si les discours des autorités se sont faits récemment plus ouverts à l'accueil d'entreprises étrangères, leurs traductions concrètes restent à venir.

Sur le plan démographique, le vieillissement et la baisse de la population pourraient être partiellement atténués par une hausse du taux d'emploi des personnes âgées et de l'âge de départ à la retraite, à l'image de ce qui a été fait au Japon, qui l'avait relevé de 60 à 65 ans en 1994, pour les hommes comme pour les femmes. En Chine, les autorités ont annoncé en septembre le report de l'âge de départ à la retraite de 60 à 63 ans pour les hommes et de 50 à 55 ans ou 55 à 58 ans pour les femmes selon les emplois concernés. Cette réforme attendue, qui sera mis en place sur 15 ans à partir de 2025, ne devrait toutefois pas suffire à pallier les difficultés posées par le vieillissement de la population²⁴. Au total, devant des déséquilibres internes croissants auxquels les politiques annoncées ne devraient pas permettre de remédier, la Chine risque bien de connaître une forme de « japonisation », au sens d'un ralentissement voire d'un arrêt de son processus de rattrapage des économies avancées (cf. Encadré 2).

(20) Cf. Carré T., Huang Z., Surre F. (2022), *op. cit.* La confiance des ménages pourrait se renforcer grâce à une diversification de leur patrimoine, centré pour l'heure sur leur patrimoine immobilier. L'amélioration des services financiers, la régulation financière et le fonctionnement du marché des actions permettrait l'accès des ménages à des actifs plus sûrs, plus profitables, et plus liquides.

(21) Cf. Carré T., Chalmel L., Villani E., Yang J. (2022), *op. cit.* Instauré en 1958, le *hukou* est un système d'enregistrement et de contrôle de la population, qui la divise en deux catégories selon un lieu d'enregistrement : *hukou* urbain et *hukou* non urbain. Il détermine en partie le droit de chaque individu au logement, à l'éducation publique, à l'emploi et à la sécurité sociale. De plus, la détention d'un *hukou* urbain n'ouvre pas les mêmes droits dans toutes les villes.

(22) Dans un contexte de forte opacité, il reste très complexe de quantifier exactement la distorsion à l'œuvre. Voir par exemple Geng Z. et Pan J. (2023), "The SOE Premium and Government Support in China's credit market", NBER, *Working Paper* 26575.

(23) Voir par exemple : "China's SOEs are stuck in a debt trap", SP Global, 20 septembre 2022.

(24) À titre de comparaison, le FMI recommande un report progressif de l'âge de départ à la retraite à 65 ans pour les hommes comme pour les femmes afin de pallier la baisse de la population active.

Encadré 2 : Un déclin économique à relativiser

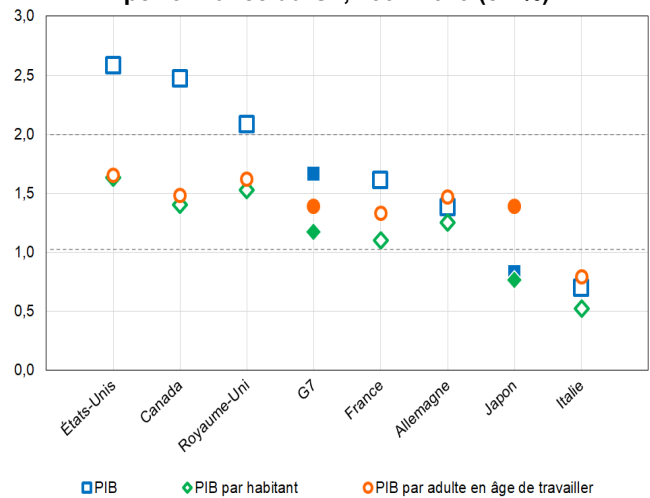
Après plusieurs décennies de forte croissance, le PIB du Japon n'a augmenté que de +0,8 % par an entre 1991 et 2019 contre +2,6 % aux États-Unis, +1,6 % en France, +1,4 % en Allemagne et +1,7 % en moyenne au sein du G7^a, soit un écart de +0,9 pt (cf. Graphique 7).

Cet écart s'explique toutefois au moins en partie par les évolutions démographiques. Avec un taux de fertilité de moins de 1,5 enfant et une espérance de vie passant de 79,0 à 84,4 ans, la part de la population âgée de 65 ans ou plus a augmenté de 12,9 % à 29,3 %, bien plus que dans les autres pays.

En ce qui concerne la croissance du PIB par habitant sur la période 1991–2019, l'écart de performance est plus limité : le Japon enregistre +0,8 %, comparé à +1,2 % en moyenne pour le G7. Si l'on s'intéresse à la croissance du PIB par adulte en âge de travailler, la performance économique du Japon se situe dans la moyenne du G7 (+1,4 %) : elle est inférieure à celle des États-Unis (+1,7 %) ou de l'Allemagne (+1,5 %) mais supérieure à celle de la France (+1,3 %) et de l'Italie (+0,8 %). En corrigeant pleinement de l'effet démographique, y compris le vieillissement de la population, la performance économique du Japon a donc été du même ordre que celle des autres pays du G7^b.

Enfin, si le Japon fait face à des défis économiques d'ampleur (faible productivité, dette publique très élevée)^c, il se distingue par un taux de chômage très faible (2,4 % en 2023). De plus, son indice de développement humain est élevé (0,92 pour un maximum de 1) et comparable à celui des États-Unis (0,93) et de la France (0,91). Au total la « décennie perdue » a donc surtout marqué la fin brutale du rattrapage de la productivité japonaise.

Graphique 7 : Croissance moyenne des indicateurs de performance du G7, 1991-2019 (en %)



Source : Fernandez-Villaverde et al. (2023).

a. Le Groupe des sept (G7) comprend les pays suivants : Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni.

b. Cette analyse est basée sur l'article: Fernández-Villaverde J., Ventura G. & Yao W. (2023), "The Wealth of Working Nations", National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, No. 31914.

c. Blin-Vialart G. et al. (2023), *op. cit.*

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances
et de l'Industrie
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

**Directeur de la
Publication :**

Dorothee Rouzet
tresor-eco@dgtrésor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus**Octobre 2024**

N° 351 Les minerais dans la transition énergétique

Alban Aubert, Sary Zoghely, Xavier Le Guennec

N° 350 Disparités des revenus agricoles

Félix Bastit, Emmanuelle Poujaud

Septembre 2024

N° 349 Perspectives mondiales à l'automne 2024 : Entre assouplissement monétaire et tensions géopolitiques

Bureaux de la DG Trésor en charge des prévisions internationales

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTresor

Pour s'abonner à *Trésor-Éco* : bit.ly/Trésor-Eco

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.