

L'ampleur des déséquilibres de la croissance chinoise : Enjeux et perspectives

Enquête sur les déséquilibres économiques et sociaux du pays, sur ses effets de résonance internationaux et sur les voies de sortie.

Amaury GOGUEL

juin 2023



SKEMA PUBLIKA

SKEMA PUBLIKA est un think tank international indépendant qui a pour objectif d'anticiper et de penser les transformations sociétales et géopolitiques de demain. Il alimente le débat public et émet des recommandations pour les décideurs nationaux et internationaux.

Adossé à SKEMA Business School, le think tank aborde des sujets politiques et sociétaux ayant trait aux politiques publiques. Il les aborde sous l'angle des signes précurseurs, anticipe et formule des recommandations pour « l'après ». Il adopte une approche multidisciplinaire et hybride du traitement de l'information, associant intelligences humaine et numérique.

Retrouvez nos travaux sur : <https://publika.skema.edu/>

AUTEUR

Amaury Goguel est professeur associé à SKEMA Business School, directeur scientifique du *MSc Financial Management and Investment*. Il était auparavant responsable du *MSc in Corporate Financial Management* de SKEMA.

Ses activités de recherche sont conduites sous les auspices du *SKEMA Centre for Global Risks*.

Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'Université de Lille. Il est également titulaire d'un master du Collège d'Europe (Bruges), de Paris 1 Sorbonne et de l'Université Complutense de Madrid.

Il a été consultant dans les domaines de la finance mondiale, des affaires européennes et des partis politiques.



Son principal ouvrage est un livre de référence dans le domaine du risque pays, *Managing Country Risk in an Age of Globalization*, publié par Springer International Edition et coécrit avec le professeur M.H. Bouchet et C. Fishkin.

REMERCIEMENTS

L'auteur souhaite remercier Michel Henry Bouchet pour sa relecture attentive et ses nombreux partages de connaissance.

Date de publication : juin 2023

TABLE DES MATIÈRES

Préface	4
Résumé exécutif	5
Chapitre I : Faits stylisés : des déséquilibres masqués derrière de grandes réussites	10
1. De grandes réussites	11
2. Des déséquilibres reconnus et identifiés par de nombreux observateurs internationaux depuis 10 ans	12
3. Les déséquilibres n'ont pu être totalement résorbés en raison d'un mélange de raisons endogènes et exogènes.....	14
Chapitre II : Financer le nécessaire rééquilibrage de l'économie chinoise.....	19
1. Le problème des dettes globale, <i>corporate</i> et bancaire	20
2. Le problème de la bulle immobilière	21
3. Le problème de la fuite des capitaux	23
4. Financer l'économie chinoise à l'aide des financements internationaux ?	25
Chapitre III : Assurer la soutenabilité du modèle économique.....	31
1. Décroissance démographique et aporie du modèle économique.....	32
2. Contestations sociales et baisse du magnétisme de l'économie chinoise	34
3. Positionnement géopolitique : un projet, des investissements, des tensions diplomatiques	37
Synthèse des recommandations : Quelles politiques économiques pour réaliser une croissance moins déséquilibrée ?	41
Annexe : Graphiques	45
Graphiques du Chapitre I.....	46
Graphiques du Chapitre II.....	52
Graphiques du Chapitre III.....	57

PRÉFACE

Dans ce rapport, le professeur Amaury Goguel aborde un sujet important dans le domaine de l'économie internationale. S'appuyant sur une étude approfondie de la littérature pertinente, le professeur Goguel examine de près plusieurs questions économiques, financières, sociales, politiques et géopolitiques clés et interdépendantes qui ont des conséquences significatives sur la santé de l'économie chinoise. Sur la base de son analyse et réflexions, le professeur Goguel présente une série de recommandations politiques qui peuvent être déployées pour remédier aux déséquilibres structurels du système économique afin que la Chine puisse sortir des déséquilibres économiques actuels.

D'après ma compréhension de l'économie chinoise, les observations et l'analyse du professeur Goguel sur les déséquilibres de ce gigantesque système économique (et politique) sont assez précises et ses conclusions sont très perspicaces. En particulier, j'ai été impressionné par sa conclusion et sa recommandation concernant l'utilisation de capitaux étrangers pour financer la dette. Les responsables de la politique économique chinoise sous-estiment peut-être cette solution mais elle a le potentiel de devenir une solution cohérente et efficace à la crise de la dette.

Le rapport est rédigé dans un style académique, tout en restant accessible au grand public (entreprises, agences gouvernementales, instituts de recherche, groupes de réflexion) qui souhaite déchiffrer la complexité de l'économie chinoise. Je serai ravi de contribuer à la promotion du rapport afin d'en accroître la portée et l'impact.

Professor DOU Wenyu



Le professeur DOU Wenyu est doyen de SKEMA Business School, campus de Chine. Il est vice-doyen de l'*International Joint Audit Institute* entre SKEMA Business School et l'Université d'audit de Nanjing, et professeur titulaire de la Chaire marketing numérique et réseaux sociaux chinois.

Le professeur DOU est titulaire d'un doctorat en marketing de l'Université du Wisconsin – Milwaukee (États-Unis), d'une maîtrise en sciences atmosphériques de l'Université du Wyoming (États-Unis) et d'une licence en météorologie de l'Université de Pékin (Chine).

Avant de rejoindre SKEMA en juillet 2021, il a été doyen associé et directeur de l'EMBA-C à la City University de Hong Kong pendant 16 ans. Il est également nommé professeur titulaire dans le cadre du programme de bourses Chu Tian de l'Université d'économie et de droit de Zhongnan (Chine).

Le professeur DOU a publié de nombreux articles dans des revues prestigieuses telles que *MIS Quarterly*, *Journal of International Business Studies*, *Journal of Advertising*, *Journal of Advertising Research*, *Journal of Interactive Marketing*, entre autres. Le professeur DOU a été rédacteur en chef adjoint du *Journal of Interactive Advertising* (2014-2016) et fait actuellement partie du comité de rédaction du *Journal of Advertising*.

RÉSUMÉ EXÉCUTIF

La présente étude est d'abord un état des lieux. De nombreux rapports ont abordé les déséquilibres de l'économie chinoise. Nous nous sommes proposés ici de fournir une vision large et synthétique de la plupart des enjeux imbriqués, économiques, financiers, sociaux, politiques, géopolitiques. À partir de cette analyse, nous avons fait état des propositions les plus largement admises. Nous sommes parfaitement conscients qu'elles relèvent pour la plupart de l'approche libérale actuelle majoritaire chez les économistes et dans les organisations multilatérales. Nous avons également tenté de faire état des fondements de la décision politique des autorités et de mettre en exergue leurs propres dilemmes.

Les recommandations faites dans ce rapport peuvent apparaître d'essence libérale. Bien qu'elles soient étayées, nous ne pouvons nier qu'elles reflètent partiellement certains thèmes du « consensus du Washington ». Il est acquis que la Chine va tout faire pour ne pas rester enfermée dans un modèle libéral et occidental, appuyée par ses partenaires des BRICS¹ de plus en plus nombreux (l'Argentine par exemple qui rejoindra probablement ce club). Les instructions du FMI et des économistes libéraux sont remises en cause par la Chine (Joseph Stiglitz, très sceptique sur le consensus de Washington fait partie des rares économistes occidentaux respectés en Chine). Pourtant, le FMI reconnaît les erreurs du consensus de Washington et les vertus du modèle chinois dans les premières étapes de développement. Les recommandations de ce rapport ne contestent donc pas ce qui a été fait à travers cette approche chinoise « très régulée et administrée ». Ce rapport propose plutôt une feuille de route pour « l'après », le passage d'une économie émergée à une économie développée, cherchant à s'intégrer de façon cohérente et stable dans les mécanismes de la finance internationale. Il propose enfin des voies de sorties lorsque le volontarisme étatique ne suffit plus toujours face à l'ampleur des déséquilibres. Comme disent souvent les financiers, il n'est pas possible de lutter contre la marée. Le légendaire investisseur américain Warren Buffett précisait non sans humour que « c'est quand la mer se retire qu'on voit ceux qui se baignent nus » (c'est à dire ceux insuffisamment diversifiés et fragiles face aux aléas). La diversification des approches politiques et économiques ne peut-être que vertueuse.

ÉQUILIBRER LES BASES DE LA CROISSANCE

9 % de croissance annuelle moyenne du PIB depuis 1978, 800 millions de personnes sorties de la pauvreté, 1^{er} PIB mondial en terme réel et 2^e en terme nominal, ces réussites chinoises sans précédent sont le fruit d'un pilotage économique reconnu par les analystes et stratèges financiers. Pourtant, derrière celles-ci, se développent depuis une dizaine d'années au sein du modèle économique chinois, des déséquilibres majeurs que le volontarisme du gouvernement devra affronter.

Pour modifier en profondeur sa structure économique et réaliser une croissance moins déséquilibrée et plus inclusive, le gouvernement chinois doit relever de nombreux défis. C'est dans ce contexte que **le présent rapport se propose, après avoir établi un état des lieux de la croissance chinoise et notamment de ses déséquilibres, de fournir une vision large et synthétique des enjeux imbriqués et de développer des pistes pouvant permettre à la Chine d'en sortir par le haut.** Les déséquilibres chinois ont en effet un impact sur le monde, non seulement à travers leurs effets commerciaux et d'entraînement sur la croissance mondiale, mais également au travers d'effets soubresauts voire plus sur la finance mondiale.

À QUELS SOUCIS DE FINANCEMENT LE PAYS FAIT-IL FACE ?

Premièrement, la dette globale est inhabituellement élevée pour un pays à revenu intermédiaire, et se situe aujourd'hui au-dessus de 300 % du PIB (192 % en moyenne pour les marchés émergents). Mais, au-delà de son montant, c'est sa composition qui interroge. La dette des entreprises inquiète particulièrement, puisqu'elle représente plus de 160 % du PIB. Ces niveaux records d'endettements vont de pair avec une hausse spectaculaire

¹ Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud.

des montants en défauts (absence de remboursements) sur des titres de dettes. Le gouvernement chinois travaille à l'assainissement nécessaire du marché. De la même manière, la dette bancaire est élevée et atteint presque les 180 % du PIB (70 % pour le reste des marchés émergents en moyenne). Son opacité sur les conditions et le partage des pertes éventuelles et la fragmentation du système bancaire dans son ensemble inquiètent le FMI et les agences de notations.

Deuxièmement, le secteur de l'immobilier, pilier de l'économie chinoise (30 % du PIB) continue de se dégrader, alors qu'il est utilisé comme recours pour stimuler l'économie, du fait de ses nombreux effets d'entraînement ; on pense aux 50 villes fantômes que compte le pays et aux 64 millions d'appartements vides ou encore à la possible faillite du géant Evergrande. Dans ce dernier cas, l'absence de réaction claire du gouvernement chinois est révélatrice d'un malaise des autorités vis-à-vis du secteur, qui semble tenir l'édifice financier et social chinois. En effet, l'investissement immobilier a été privilégié par les ménages chinois pour optimiser leur capital retraite, alimentant un surinvestissement dans ce secteur et l'achat à but financier de logements restant inoccupés. Ainsi, un dégonflement trop brutal de la bulle immobilière déstabiliserait aussi l'équilibre des systèmes de retraite, obligeant les ménages à augmenter encore plus leur épargne et à réduire davantage leur consommation. **En somme, les effets induits d'une crise originaire du secteur immobilier peuvent générer une insuffisance durable de la demande globale et conduire à un enkystement du chômage et à des pertes en production permanente subies par l'économie.**

Troisièmement, la fuite des capitaux à l'étranger est une tendance inquiétante. Alors que l'épargne chinoise (autour de 42 % du PIB en 2021) est en constante augmentation – l'épargne des ménages chinois représentera bientôt la moitié de l'épargne mondiale – le modèle de croissance chinois reste paradoxalement dépendant de capitaux extérieurs. En effet, les investisseurs chinois cherchent de plus en plus à acquérir des actifs étrangers. Ces fuites des capitaux, qui ont pris une très forte ampleur depuis 2014, contribuent à faire baisser l'épargne domestique et les réserves officielles par voie de conséquence. Entre 2010 et 2020, les réserves de change de la Chine sont passées de 20 % du PIB à 10 %. Les autorités chinoises considèrent l'afflux de capitaux étrangers comme une solution aux pressions exercées par les sorties de capitaux, plutôt que de s'appuyer excessivement sur la vente des réserves de change accumulées. **Mais les fuites de capitaux deviennent de plus en plus structurelles et les entrées de capitaux étrangers de plus en plus volatiles.**

QUELLES RECOMMANDATIONS DE POLITIQUES ÉCONOMIQUES POUR SORTIR DE L'ORNIÈRE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE ?

Au sens de la présente étude, l'ensemble des éléments ci-dessous ont été identifiés comme prioritaires :

- Sortir de la trappe des pays à revenus intermédiaires.
- Échapper au piège de la dette.
- Maintenir sous contrôle la croissance du crédit.
- Assainir le système bancaire parallèle qui ne cesse de se développer.
- Épurier le secteur immobilier.
- Faire face aux défis environnementaux qui coûtent plusieurs milliards de dollars chaque année à l'économie chinoise (désertification, tempêtes de sable, etc.).
- Limiter les fraudes et la corruption, élément important déjà pris en compte, mais à consolider dans le cadre d'une pérennisation du pouvoir en place, le président Xi Jinping étant désormais potentiellement « président à vie ».

1. Sortir de la trappe des pays à revenus intermédiaires

Alors qu'elle atteint un stade de développement avancé, **l'économie chinoise repose toujours principalement aujourd'hui sur les secteurs manufacturier, immobilier, et les matières premières, et encore trop peu sur les secteurs des services à forte valeur ajoutée** tels que les services financiers ou l'assurance. Ce pivot vers ces nouveaux moteurs de croissance permettrait à la Chine de sortir de la trappe des pays à revenus intermédiaires².

² La Chine est considérée comme un pays à revenu intermédiaire supérieur selon la classification de la Banque mondiale, en raison de son PIB par habitant estimé à 12 556,3 dollars en 2021.

Il est pourtant difficile à opérer, car les secteurs primaire et secondaire sont pilotés par l'État à travers un cadre réglementaire et un financement de l'économie décidés de façon centralisée par le Politburo du Parti communiste chinois (PCC), qui a tendance à privilégier les activités historiquement les plus pourvoyeuses d'emploi et de croissance, notamment le manufacturier, l'énergie et l'immobilier.

***Recommandation :** (déjà formulée par le pouvoir en place, mais à affronter de manière prioritaire) séparer davantage les secteurs privé et public pour favoriser le développement des services (ayant souvent des traits plus « libéraux » dans leur mode d'organisation que l'industrie), donner une plus grande place aux PME innovantes, rénover la finance (sortir de la logique de « book maker ») et mettre en œuvre une réglementation plus stricte sur les organismes financiers non bancaires.*

Il apparaît nécessaire aujourd'hui pour la Chine de réorienter et rééquilibrer son modèle de croissance, qui tend à ralentir en raison de contraintes structurelles, notamment la baisse de la croissance de la population, la diminution du rendement des investissements et le ralentissement de la productivité.

2. Stimuler la consommation intérieure

Pour ce faire, **stimuler la consommation intérieure semble le principal levier capable de stabiliser et autoentretenir la croissance**, quelle que soit l'évolution des coûts de production et du niveau de vie de la population. Là encore, un défi majeur se dresse : la part de la consommation intérieure dans la richesse produite en Chine est très faible et ne représente qu'autour de 40 % à 50 % du PIB selon les sources. Les comportements d'épargne et la faiblesse des salaires expliquent largement cette insuffisance de la demande chinoise. En effet, le taux d'épargne brut en Chine est extrêmement élevé, atteignant 45 % du PIB, en raison notamment du vieillissement de la population et des doutes sur la soutenabilité du système de retraite.

***Recommandation :** le renforcement de la consommation intérieure doit être progressif, séquentiel et conjoint avec une baisse des investissements pour ne pas nourrir davantage les taux d'endettement.*

3. Échapper au piège de la dette

Dans les composantes du PIB chinois, la consommation reste inférieure aux montants d'investissements dans la formation de capital. Cette dominance de l'investissement n'existe pas dans les pays développés.

***Recommandation :** traiter efficacement du problème des dettes corporate : trier les créances, comptabiliser les pertes, partager la charge, améliorer le cadre juridique de l'insolvabilité, faciliter la transition et les politiques actives contre le chômage, élargir la couverture de l'assurance chômage, faciliter l'entrée sur le marché, améliorer les finances des collectivités locales.*

4. Financer la dette à l'aide des capitaux étrangers

Une solution envisagée par le gouvernement chinois est ainsi de **développer davantage le marché obligataire, en élargissant la base des investisseurs, constituée principalement d'acteurs institutionnels nationaux à des acteurs internationaux**. Il espère ainsi contenir les taux d'intérêt en dépit de la hausse du niveau global d'endettement, les flux entrants d'investissements obligataires permettant aussi de soutenir le montant des réserves officielles. **Pour attirer cette base d'investisseurs internationaux, il est nécessaire d'améliorer la transparence, la liquidité et, surtout, la fiscalité dans les obligations libellées en renminbi**. La Chine a fait de grands progrès sur nombre de ces fronts, mais bute toujours sur certains enjeux de transparence, de liberté inconditionnelle sur les mouvements de capitaux et sur la libéralisation des taux d'intérêt. **Certes l'une des conséquences de l'internationalisation est une intégration plus profonde avec les marchés mondiaux, transmettant plus facilement les chocs entre la Chine et le reste du monde (dans les deux sens).**

***Recommandation :** les marchés financiers chinois doivent favoriser un développement accru des investissements de portefeuille internationaux. Cela doit passer par :*

- Des institutions judiciaires indépendantes.
- La clarification sur les droits des créanciers.
- Une standardisation et transparence sur les normes comptables financières et extrafinancières (reporting ESG).

- Une réglementation prudente des acteurs financiers.
- Une classification des risques liés aux actifs financiers plus précautionneuse et plus graduelle.
- Des teneurs de marchés actifs et assurant une liquidité suffisante.
- Des exigences claires en matière d'information.
- Des agences de notation indépendantes (la méthodologie de l'agence Dagong laisse toujours perplexe et manque de transparence).
- Une libéralisation progressive des taux d'intérêt chinois.
- Une mise en retrait du gouvernement chinois des interventions sur l'allocation de crédit.
- Une nécessité de maintenir, voire de restreindre, les entrées et sorties de devises, notamment en raison de la volatilité persistante du taux de change.

5. Combattre la chute démographique

Parallèlement, la Chine fait face à une décroissance démographique importante. En 2022, le pays a perdu 850 000 habitants, la population chinoise est déjà dépassée par la population indienne et pourrait chuter très vite, repassant sous le seuil du milliard d'habitants d'ici 2060. Le taux de fécondité, en baisse depuis les années 1970, est extrêmement préoccupant, de l'ordre de 1,16 enfant par femme en 2021. Sont en cause les coûts très élevés liés aux études, aux gardes d'enfants ou à la pression sociale autour des activités extrascolaires. Un tel décrochage démographique entraîne au moins un triple impact pour l'économie chinoise : 1) **un coût colossal en termes de dépenses budgétaires**, pour inciter les couples à avoir plus d'enfants (subventions à l'éducation, taux hypothécaires préférentiels, allègements fiscaux, congés paternité et maternité égaux, construction de centres de garde d'enfants), 2) **une moindre capacité productive**, donc une baisse mécanique des exportations dont les recettes en devises sont indispensables pour contrebalancer les sorties et fuites structurelles de capitaux, et 3) **une insoutenabilité des systèmes sociaux de retraite** en raison du ratio population active/retraités, mis en relation qui plus est avec un système financier peu diversifié, une épargne engluée dans des secteurs économiques en défaut de paiements (immobilier, etc.).

***Recommandation :** traiter l'important enjeu démographique. Il s'agit de contrer le coût trop élevé des études et du logement, conséquences d'une pression urbaine extrêmement forte et d'un secteur immobilier encore trop inaccessible. La Chine doit poursuivre sa politique nataliste multidimensionnelle en ayant recours massivement aux subventions financières (accentuer les allocations, subventionner les activités extrascolaires., allonger le congé maternité et ajouter un congé paternité) et à des stratégies médiatiques pour redorer l'image des grandes familles y compris en milieu urbain. Quant à la migration interne parfois évoquée, elle reste du ressort politique pur.*

6. Augmenter la croissance potentielle

En conséquence, la baisse de la population active chinoise (-1,5 % en 2021), la moindre croissance des gains de productivité et l'affaiblissement de la croissance économique potentielle (ne générant pas de déséquilibres, surchauffe inflationniste ou endettement) autour de 2 % à 2,5 % entraînent **une perte d'attractivité économique du territoire auprès de nombreuses multinationales**. Pour retrouver une croissance potentielle un peu plus élevée, la Chine doit moderniser et optimiser l'usage de ses ressources, tout en montant en gamme dans les processus de production, en développant la robotisation et jouant sur les synergies pour réaliser des économies de gammes et effets de réseaux.

***Recommandation :** la Chine devrait ainsi :*

- Accélérer la diffusion des technologies avancées et des innovations existantes.
- Favoriser l'entrepreneuriat et les jeunes pousses.
- Investir dans le capital humain et mieux cibler le soutien à l'innovation et à l'esprit d'entreprise.
- Optimiser le management organisationnel des entreprises.
- Mettre en place une réglementation antitrust sur les groupes en position dominante.
- Renforcer la concurrence sur les marchés de produits et de facteurs et créer des conditions de concurrence équitables pour tous les investisseurs.
- Éliminer les entreprises zombies qui n'ont plus de marges financières pour investir, former et innover, etc.).

7. Relever les défis économiques et sociaux

Le ralentissement de la croissance ainsi que les nombreuses inégalités de richesse au sein du pays et les craintes autour du système des retraites, combinés à des services publics perçus comme insuffisants et un niveau de corruption relativement élevé dans le secteur public sont autant de **motifs d'agacements ou d'inquiétudes pour la population chinoise**. Les contestations sociales se sont multipliées en 2021 et 2022, notamment en signe de protestation face à la politique Zéro Covid, abandonnée depuis.

***Recommandation :** pour répondre aux inquiétudes sociales de la population, la Chine pourrait :*

- *Poursuivre sa réflexion sur des systèmes de retraites complémentaires.*
- *Rendre financièrement plus accessible le système de santé, notamment les soins aux jeunes enfants.*

8. Assurer la soutenabilité du modèle économique dans un contexte d'intégration grandissant dans les marchés financiers globaux

Depuis quelques années, la Chine a mis l'accent sur son inclusion continentale avec l'Asie et l'Europe, à travers les « Nouvelles routes de la soie » qui impliquent plus de 40 pays et ont des volets terrestres ainsi que maritimes. Parallèlement, la Chine a organisé une sorte de front non occidental en initiant l'accord de coopération de Shanghai de 2001. La Chine finance ainsi des sommes considérables pour des projets d'infrastructure « clés en main » tout-en-un : financement, conception, exécution accélérée, ingénierie, formation des travailleurs, infrastructure prête à l'emploi, livraison en temps, etc. ; formule très attrayante pour de nombreux pays pauvres et en développement puisqu'aucun autre pays ou organisme international n'est en mesure de fournir des services comparables. **La Chine est d'ailleurs devenue le plus gros créancier de la planète devant le FMI, la Banque Mondiale ou le Club de Paris. Pourtant, le ralentissement de la croissance intérieure chinoise suggère un ralentissement de ces investissements extérieurs et une politique rigoureuse, voire sévère, dans leurs recouvrements vis-à-vis des pays débiteurs de la Chine.**

En parallèle de ces créances sur les pays en développement, la Chine développe tout en même temps **une dépendance financière aux IDE** (investissements directs étrangers) venant de l'Occident, malgré les tensions diplomatiques que le pays peut entretenir avec les États-Unis ou encore l'Australie.

***Recommandation :** renforcer ses soubassements économiques est plus que jamais essentiel pour assurer une stabilité de la circulation des capitaux internationaux et favoriser une croissance se traduisant par un développement économique équilibré.*

CHAPITRE I

FAITS STYLISÉS : DES DÉSÉQUILIBRES MASQUÉS DERRIÈRES DE GRANDES RÉUSSITES

I. FAITS STYLISÉS : DES DÉSÉQUILIBRES MASQUÉS DERRIÈRE DE GRANDES RÉUSSITES

1. DE GRANDES RÉUSSITES

Depuis la réforme de son économie en 1978 et le passage à l'économie de marché, la croissance du PIB chinois a atteint en moyenne plus de 9 % par an et plus de 800 millions de personnes sont sorties de la pauvreté. C'est historique et il convient d'admettre qu'aucun autre pays n'a réalisé pareille prouesse en un temps si réduit. Ces réformes ont commencé à porter leurs fruits en 1995 et de façon spectaculaire à partir de 2007. Le PIB par habitant a été multiplié par plus de 4 en moins de 15 ans, passant de 2 694 \$ en 2007 à 12 556 \$ en 2021 (cf. Annexe, graphique 1). L'accès à la santé, à l'éducation et à d'autres services s'est également considérablement amélioré au cours de la même période et l'ensemble des réformes est mené tambour battant.

La Chine est désormais un pays à revenu intermédiaire supérieur : 1^{er} PIB mondial en termes réels (ajusté des différentiels de niveaux de prix), 2^e PIB après les États-Unis en terme nominal (le niveau des prix est de 30 à 40 % inférieur à celui des États-Unis), mais toujours 52^e mondial en termes de PIB par habitant en dépit d'une progression assez rapide ces dernières années.

Depuis 20 ans, la qualité du pilotage économique chinois est reconnue par les analystes et stratèges financiers. Avec un pragmatisme certain, les autorités chinoises ont su rebondir à la suite de la crise de 2008, alors que les débouchés commerciaux chinois étaient extrêmement exposés sur les États-Unis au cœur de la tempête financière des crédits *subprime*. Depuis, la Chine a accentué une forme hybride de capitalisme, l'économie socialiste de marché, saluée par certains économistes (Aldo et Lazzarini par exemple dès 2012) pour plusieurs traits caractéristiques : des récessions moins prononcées, l'accent mis sur l'investissement à long terme (Stiglitz en parle fort bien dans son article de 2008, *China: Towards a new model of development*) et la multiplication d'entreprises de premier plan au niveau mondial. En effet, depuis 2019, la Chine dépasse les États-Unis en nombre d'entreprises figurant au classement Fortune 500, c'est-à-dire réalisant le plus important chiffre d'affaires mondial (cf. Annexe, graphique 2).

La Chine semble d'ailleurs décrocher tous les superlatifs. Elle figure parmi les toutes premières puissances dans l'industrie et les technologies spatiales et elle a développé le meilleur réseau de télécommunications (son réseau 5G est notamment le plus développé du monde). Elle est aussi pionnière dans le développement des actifs numériques : le yuan numérique développé par la Banque populaire de Chine dispose d'une large avance sur les devises digitales des autres banques centrales dans le monde (des villes chinoises commencent à payer leurs fonctionnaires en yuans numériques³).

Aussi, elle se classe parmi les pays dotés des meilleures infrastructures ferroviaires et autoroutières et dispose des plus grands ports mondiaux (Ningbo-Zhoushan, Shanghai, Tangshan, Canton, etc.). La Chine représente également le plus grand marché mondial pour les voitures électriques. En matière d'intelligence artificielle, la suprématie chinoise n'a de rivale que les États-Unis⁴. La Chine dispose du plus grand nombre de brevets industriels déposés chaque année. Il est vrai toutefois que la Chine produit parfois en s'inspirant fortement des brevets ou méthodes de productions occidentales comme le montre la conception chinoise de leur premier avion de ligne (le C919 de l'entreprise d'État Comac) mis en service en mai 2023 avec tous les traits de design de l'Airbus 320 et le recours exclusif à des sous-traitants européens et américains. Le marché des vols intérieurs chinois est devenu le plus important au monde devant les États-Unis.

Bien que la Chine reste le plus gros pollueur du monde, elle n'en est pas moins à la pointe des « technologies vertes », déployant sur son territoire le plus important parc éolien mondial ainsi que la plus grosse capacité

³ Nikkei Asia, *Chinese cities begin to pay public employees in digital yuan*, May 5, 2023 : <https://asia.nikkei.com/Business/Markets/Currencies/Chinese-cities-begin-to-pay-public-employees-in-digital-yuan>

⁴ SKEMA Publika, *Intelligence artificielle, un sujet politique : Les principales puissances dans le monde, quel positionnement pour la France ?* : <https://publika.skema.edu/fr/intelligence-artificielle-sujet-politique/>

productrice d'énergie solaire. Sa production de panneaux photovoltaïques représente 70 % de la production mondiale⁵ (cf. Annexe, graphique 3). La Chine est aussi engagée dans des projets « verts » pharaoniques : citons par exemple la replantation la plus ambitieuse au monde d'une forêt⁶ pour lutter contre l'avancée des trois déserts du nord du pays, dont celui de Gobi. Ces projets sont indispensables, car la désertification et les désagréments climatiques (tempêtes de sable, pollution, etc.) font perdre des milliards de yuans tous les ans à la Chine. D'après un rapport de Greenpeace, le coût est de 900 milliards de dollars par an, soit le coût le plus élevé au monde de la pollution atmosphérique due aux combustibles fossiles⁷. La Chine est enfin leader incontesté des véhicules électriques (cf. Annexe, graphique 4).

Derrière les affichages élogieux – bien que parfois paradoxaux – des politiques publiques mises en place, la Chine développe cependant des déséquilibres majeurs sur lesquels le seul volontarisme du gouvernement pourrait s'avérer insuffisant. Ce rapport développe des pistes pouvant permettre à la Chine de sortir d'une certaine ornière économique et financière.

2. DES DÉSÉQUILIBRES RECONNUS ET IDENTIFIÉS PAR DE NOMBREUX OBSERVATEURS INTERNATIONAUX DEPUIS 10 ANS

L'économie chinoise repose encore principalement sur les produits manufacturés (27 % de son PIB), l'immobilier (30 % de son PIB) et les matières premières. Ces dernières sont les « moteurs historiques » de la croissance, généralement utilisés dans les premiers stades du développement économique. Par contraste, la croissance chinoise repose encore assez peu sur les services à forte valeur ajoutée, comme les services financiers ou l'assurance par exemple. Les économistes parlent de « nouveaux moteurs » de la croissance pour signifier le second souffle que les pays à revenus intermédiaires doivent trouver à travers une réorientation de leur schéma de croissance pour ne pas rester coincés dans une « trappe intermédiaire » de richesse.

La plupart des « anciens moteurs » de croissance sont pilotés par l'État à travers un cadre réglementaire et un financement de l'économie décidés de façon centralisée par le Politburo du Parti communiste chinois (PCC). Tous les dirigeants des grandes entreprises sont aussi membres du PCC et la frontière sphère publique/sphère privée est très poreuse. Les plus grandes banques du pays sont publiques et allouent le crédit non pas sur la base d'arbitrages décentralisés, mais sur la base d'instructions directes ou indirectes des entités gouvernementales. Le gouvernement chinois détient en effet une participation majoritaire dans des banques qui représentent plus de la moitié des actifs du système bancaire chinois, principalement par le biais de participations d'environ 60 à 90 % dans chacune des cinq plus grandes banques commerciales⁸.

Cette ultracentralisation de la décision économique implique de multiarbitrages croissants, qui vont de pair avec le développement et la complexification inhérente de la structure économique du pays. Certaines apories économiques décrites ci-après témoignent certainement d'un nombre croissant de choix économiques inefficients.

La croissance du PIB étant définie *ex-ante* comme cible sacrosainte, l'ensemble des financements et investissements sont orientés en priorité vers les activités historiquement les plus pourvoyeuses d'emploi et de croissance, notamment le manufacturier, l'énergie et l'immobilier. Cette allocation des ressources tend à perpétuer les schémas du passé, retardant ainsi le processus de réorientation de l'économie vers d'autres ressorts de croissance.

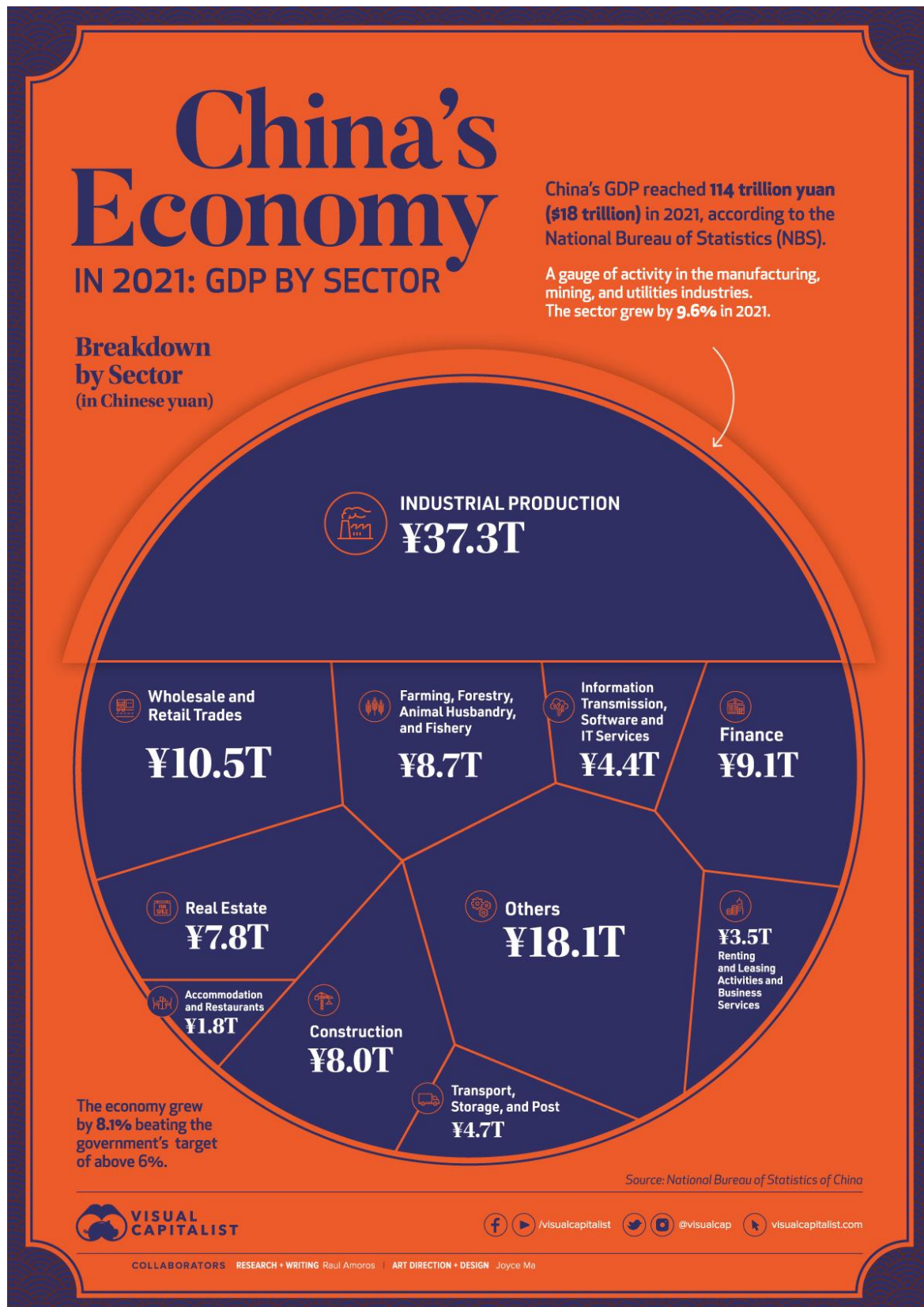
⁵ Le Point, *Panneaux solaires : l'écrasante domination de la Chine*, 12/10/2022 : https://www.lepoint.fr/monde/panneaux-solaires-l-ecrasante-domination-de-la-chine-12-10-2022-2493541_24.php#11

⁶ GÉO, *Chine : des milliards d'arbres pour contrer l'avancée du désert*, 09/07/2018 : <https://www.geo.fr/environnement/chine-des-milliards-d-arbres-contre-l-avancee-du-desert-190387>

⁷ Eco-Business, *US\$900 billion a year: China is bearing the world's highest cost of air pollution from fossil fuels*, 14/02/2020 : <https://www.eco-business.com/news/us900-billion-a-year-china-is-bearing-the-worlds-highest-cost-of-air-pollution-from-fossil-fuels/>

⁸ Grant Turner, Nicholas Tan and Dena Sadeghian, *The Chinese Banking System*, Reserve Bank of Australia, Bulletin September Quarter 2012 : <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2012/sep/pdf/bu-0912-7.pdf>

Graphique A : Le secteur industriel est encore ultra dominant. En 2021, selon le Bureau national des statistiques de Chine, le secteur manufacturier, minier et les industries utilitaires ont même eu une croissance de 9,6 %.



Source : <https://www.visualcapitalist.com/visualizing-chinas-18-trillion-economy-in-one-chart/>

Au cours des dernières années, la croissance potentielle a ralenti en raison de contraintes structurelles, notamment la baisse de la croissance de la population, la diminution du rendement des investissements et le ralentissement de la croissance de la productivité. Cela implique toujours plus de dettes pour nourrir des investissements toujours moins efficaces et rentables dans leur ensemble.

Selon la Banque mondiale⁹, pour réduire ces déséquilibres, il faudrait modifier la structure de l'économie en passant de l'industrie manufacturière aux services à forte valeur ajoutée, de l'investissement à la consommation et d'une intensité de carbone élevée à une faible intensité de carbone.

Cette réorientation et ce rééquilibrage de la croissance pourtant souhaités de ses vœux par Xi Jinping se heurtent aux propriétés originelles de la 3^e voie de l'économie de marché établie par la Chine depuis l'ère Deng Xiaoping.

De nombreux intellectuels, tels que Michel Aglietta¹⁰ dès 2012, indiquaient déjà le besoin de réduire la taille du secteur public et de diminuer la mainmise du politique sur l'économie. Même si 70 % du PIB chinois est réalisé par des entreprises privées, le secteur public génère de fortes distorsions dans l'accès aux financements. De plus, le secteur privé conserve une structure de gouvernance poreuse avec les enjeux politiques du PCC. **Une séparation accrue entre les secteurs privé et public semble nécessaire pour plusieurs raisons :**

- a) favoriser le développement des services, ayant souvent des traits plus « libéraux » dans leur mode d'organisation que l'industrie ;
- b) donner une plus grande place aux PME innovantes et pas uniquement aux grands groupes porteurs de projets innovants, mais administrés dans leur développement et timing ;
- c) rénover la finance.

Autant de traits qui autonomiseraient et éloigneraient les fonctionnements économiques de l'emprise du PCC. Un patron de PME pourrait potentiellement n'avoir aucun lien avec le PCC à la différence d'un dirigeant de grand groupe, tenu d'en entretenir. La finance pour sa part, surtout lorsqu'elle est internationalisée tend à créer un contre-pouvoir, voire une force dominante sur le pouvoir politique.

Les dirigeants chinois continuent de fixer les objectifs politiques essentiels : les taux de croissance, les enjeux de guerre économique et d'intrants stratégiques, les enjeux d'autonomie énergétique et de survie écologique, le financement de l'économie, les enjeux d'urbanisation, etc. L'économie doit être maîtrisée par une régulation plus indirecte que directe, mais elle est actuellement toujours très centralisée depuis Pékin, qui endosse le rôle de « *central planer* ». Le gouvernement entend absolument maintenir son emprise sur la finance tant que les taux d'endettements sont à ce point élevés, les systèmes de pensions non stabilisés et les énormes travaux d'infrastructures toujours nécessaires à la mise en œuvre du plan d'urbanisation. Cela passe par des contrôles de capitaux et une forte régulation du secteur bancaire traditionnel, impliquant un meilleur financement des entreprises possédant des actifs traditionnels (bâtiments, machines) que des jeunes pousses prometteuses fondées sur des actifs intangibles comme la propriété intellectuelle.

3. LES DÉSÉQUILIBRES N'ONT PU ÊTRE TOTALEMENT RÉSORBÉS EN RAISON D'UN MÉLANGE DE RAISONS ENDOGÈNES ET EXOGÈNES

En somme, depuis dix ans, la prise de conscience du besoin de réorienter et rééquilibrer le modèle de croissance chinois n'a trouvé une traduction que très parcellaire. Sur les quatre moteurs traditionnels de la croissance – à savoir 1) la consommation intérieure, 2) l'investissement, 3) les dépenses publiques, 4) les transactions internationales courantes dont l'import-export – seule la consommation intérieure semble à même de stabiliser

⁹ Site internet de la Banque mondiale, *The World Bank in China* : <https://www.worldbank.org/en/country/china/overview>

¹⁰ L'Humanité, Michel Aglietta. « La Chine peut inventer un système original d'harmonie sociale », 01/11/2012 : <https://www.humanite.fr/michel-aglietta-la-chine-peut-inventer-un-systeme-original-dharmonie-sociale>

et d'autoentretenir la croissance au-delà d'un certain niveau de développement du pays et quelle que soit l'évolution des coûts de production et du niveau de vie.

En effet, les exportations sont vouées à fluctuer avec les aléas géopolitiques et à décroître avec la hausse des coûts de production et des salaires. La hausse des salaires s'avère pourtant indispensable pour garantir la croissance de la consommation intérieure et elle est aussi une conséquence naturelle d'une moindre natalité et de l'allongement de la durée de la vie. De même l'investissement fluctue avec les difficultés financières, qu'elles soient domestiques ou internationales, avec les mouvements de capitaux et les paramètres de taux d'intérêts ou de risques crédit (taux d'endettements, etc.). Enfin, l'investissement est voué à moins stimuler la croissance et à générer de la dette, car son rendement est décroissant avec le niveau de développement et le stock de capital déjà présent dans le pays. En effet, plus il y a d'infrastructures et de machines déjà présentes, moins les investissements supplémentaires sont utiles et productifs dans leurs effets additionnels (ou effets marginaux diront les économistes). Ce phénomène de dépendance de la croissance, à toujours plus d'investissements et de dette, apparaît de façon très claire à partir de 2007 (cf. Annexe, graphique 5).

Graphique B : La baisse de la croissance économique depuis 2007 (ligne bleue) évolue en miroir à la baisse de l'efficacité de l'investissement (ligne rose).



Source : <https://www.ft.com/content/1abd9d4b-8d94-4797-bdd7-bee0f960746a> et <https://www.ft.com/content/e592033b-9e34-4e3d-ae53-17fa34c16009>

Comme le souligne Paul Hodge en mars 2021¹¹ : « Même si nous laissons de côté les problèmes liés aux données du PIB de la Chine – ce qui est unique pour une grande économie, c'est qu'elles sont publiées presque immédiatement et ne sont jamais révisées – nous sommes toujours confrontés à un problème clé. Chaque dollar de dette n'entraîne pas une augmentation équivalente du PIB. »

De façon similaire, avec la complexification sociétale et comme dans tout État, les dépenses publiques tendent à être de plus en plus inefficaces et/ou à nuire à l'efficacité des dépenses privées et de la sphère marchande.

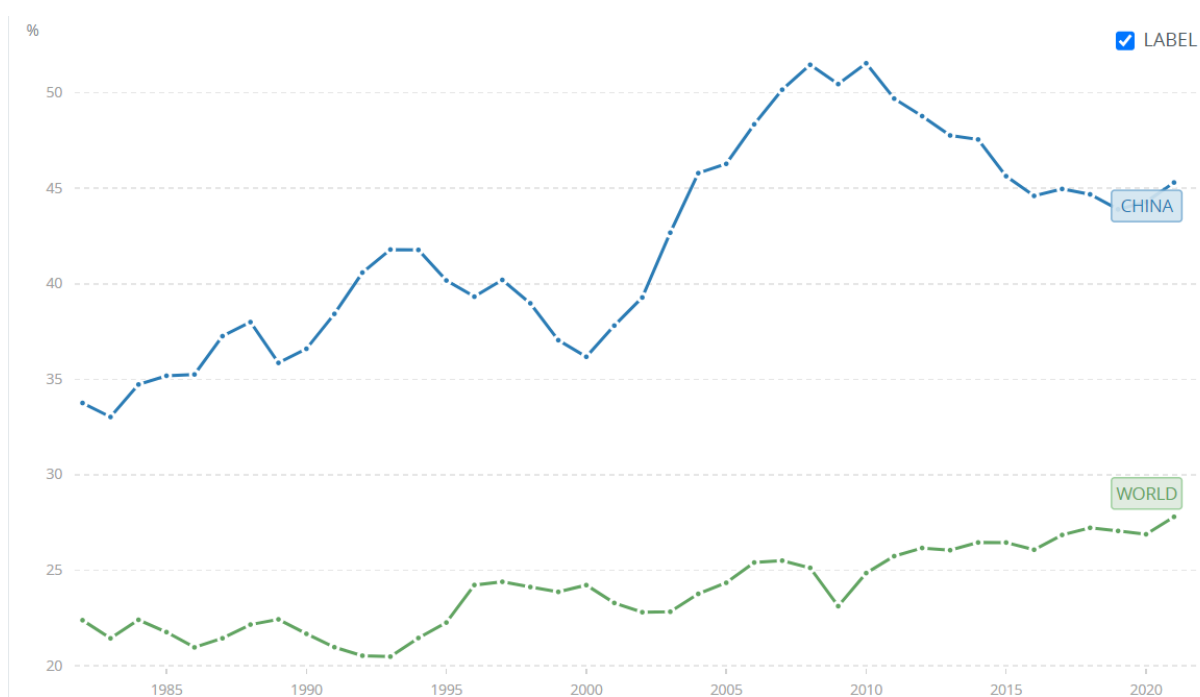
Le problème essentiel est que la consommation privée des ménages chinois ne représente qu'autour de 40 % à 50 % du PIB selon les sources. Le poids de la consommation des ménages dans le PIB a fortement chuté en 2000 et n'a jamais retrouvé son niveau d'avant. Comparée à ses pays homologues des BRICS, la part de la consommation intérieure dans la richesse produite en Chine est très faible (cf. Annexe, graphique 6). Les comportements d'épargne et la faiblesse des salaires expliquent aussi largement cette insuffisance de la demande chinoise.

¹¹ ICIS, China's dual circulation policy aims to reduce debt reliance, 14/03/2021 : <https://www.icis.com/chemicals-and-the-economy/2021/03/chinas-dual-circulation-policy-aims-to-reduce-debt-reliance/>

En effet, les revenus disponibles par habitant sont relativement faibles, la moyenne nationale n'est que de 32 000 RMB (4 665 \$) en 2020. Les inégalités de revenus étant parmi les plus extrêmes au monde pour un grand pays (encore nettement plus élevés qu'aux États-Unis), la classe moyenne qui participe généralement au gros de la consommation est encore trop réduite. Parallèlement, la consommation des ménages et le taux d'épargne évoluent en miroir, dénotant sans surprise une corrélation inverse entre les deux variables (cf. Annexe, graphique 7).

Ainsi, le taux d'épargne brut en Chine est de 45 % du PIB contre 18 % en France et 5 % aux États-Unis. La fonction d'épargne est souvent perçue comme convexe avec le niveau de développement, impliquant que la part relative de l'épargne diminue au-delà d'un certain seuil par unité supplémentaire de richesse. Ce schéma ne semble pas s'appliquer en Chine sans doute en raison des inégalités de revenus qui augmentent plus vite que l'accumulation de capital humain (éducation, etc.). Les plus riches sont disproportionnellement responsables des excès d'épargne.

Graphique C : Les montants d'épargne en Chine battent toujours des records comparés à la moyenne mondiale (en % du PIB).



Source : Banque mondiale, Épargne rajustée : épargne brute (% du RNB) – Chine, Monde, 1982-2021, <https://data.worldbank.org/>

Les salaires de l'ensemble des travailleurs devraient certes augmenter à moyen terme avec la diminution rapide de la population active. Mais la consommation intérieure ne pourra pas fluctuer considérablement dans un futur immédiat. En effet, en raison du vieillissement de la population et des doutes sur la soutenabilité du système de retraite, les ménages épargnent une part de plus en plus importante de leurs revenus.

Par ailleurs, les entreprises, en particulier les sociétés immobilières, doivent réduire leurs dettes dans un contexte de baisse des ventes de logements. Elles ne semblent donc pas avoir beaucoup de marges pour augmenter les salaires. La demande intérieure devrait ainsi rester faible pendant un certain temps encore. Aujourd'hui, la croissance de la demande intérieure (environ 1,5 % seulement) n'est pas supérieure à celle de l'Union européenne ou des États-Unis, ce qui réduit l'incitation des entreprises internationales à être présente en Chine. La dynamique de vente des véhicules pour passagers marque le pas depuis 2015, témoignant de cette

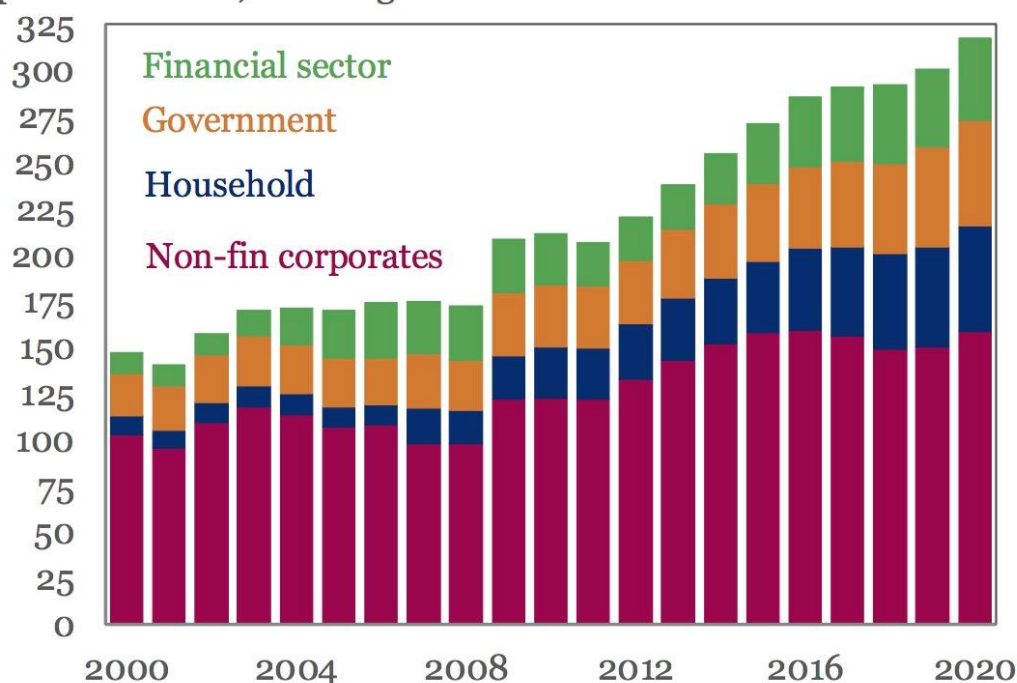
faiblesse de pouvoir d'achat et d'une décorrélation relative avec la croissance économique (cf. Annexe, graphique 8).

Depuis 2007 et la crise des *subprimes* aux États-Unis, la croissance chinoise a finalement bien résisté en se redéployant vers son marché intérieur. Malheureusement, c'est l'investissement qui a été privilégié et insuffisamment la consommation. Ainsi, dans les composantes du PIB chinois, la consommation reste inférieure aux montants d'investissements dans la contribution à la croissance. Cette dominance de l'investissement n'existe pas dans les pays développés (cf. Annexe, graphique 9). L'endettement du pays ne peut qu'augmenter inexorablement et le crédit à la consommation augmente également, mais reste trop modeste (notamment en comparaison des autres éléments d'endettements).

Graphique D : L'endettement des ménages (partie bleue), fondamental à la dynamique de la consommation, reste très minoritaire bien qu'en hausse.

Chart 1: Sharp surge in debt in China: Déjà vu all over again?

percent of GDP, 2020 figure is as of end-March 2020



Source: Haver, BIS, IMF, IIF estimates

Source : <https://twitter.com/Schuldensuehner/status/1261665846663024641>

L'endettement chinois est principalement celui des entreprises non financières, dont les sociétés immobilières. Cela contraste avec les États-Unis dont l'endettement est plus équitablement réparti, l'endettement des ménages étant l'une des trois composantes principales (cf. Annexe, graphique 10).

La seule réponse pérenne à ce déséquilibre passe par un renforcement de la consommation intérieure, qui ne peut-être que très progressif, séquentiel et conjoint avec une baisse des investissements pour ne pas nourrir davantage encore les taux d'endettement.

En 2014, les autorités économiques et monétaires chinoises avaient déjà lancé une stratégie de rééquilibrage des moteurs de la croissance économique du pays, en stimulant la consommation privée par une augmentation

des prêts, et en s'appuyant donc moins sur les investissements et les recettes d'exportation. Pourtant, une grande partie des crédits les plus risqués, notamment les prêts accordés aux collectivités locales ou aux promoteurs immobiliers ont migré vers le système bancaire parallèle, constitué instituts financiers sans licence bancaire, mais générant des activités très semblables d'apports de liquidités sans répondre pour autant aux exigences réglementaires des banques. Cela a finalement augmenté le risque d'une déstabilisation financière sans pourtant avoir un franc succès en matière de stimulation de la consommation intérieure.

Consommer une faible partie de ce qui est produit mène mécaniquement à exporter beaucoup et à accumuler des surplus d'épargne et de réserves (actifs financiers étrangers). Depuis plusieurs années, la part de la production exportée s'est régularisée à la baisse, mais reste tout de même substantielle¹². Depuis deux ans qui plus est, les exportations repartent fortement à la hausse avec la reprise mondiale post-pandémie de Covid-19 (cf. Annexe, graphique 11), masquant partiellement l'impact des surinvestissements notamment dans l'immobilier et l'urgence d'une réorientation de l'économie vers la consommation intérieure. La Chine ayant été l'usine du monde, le pays reste frappé par des surcapacités structurelles de production. Cet héritage réduit les marges financières et la capacité de redistribution de revenus. Il y a des « excès » de concurrence sur plusieurs marchés avec un nombre excessif d'entreprises. Cela inhibe leur « *pricing power* » et dessert globalement la croissance chinoise même si l'inflation est ainsi maintenue à des niveaux bas. CNN titrait même en avril 2023 : « La Chine a un problème avec l'inflation, elle est bien trop basse ! »¹³.

La baisse de valeur du yuan en 2022 face au dollar (7 % de baisse passant de 6,36 \$ à 6,86 \$) renforce l'attraction de la demande extérieure au détriment de la demande intérieure en raison des biens importés plus chers (conséquence de la moindre valeur de la monnaie chinoise).

Le gouvernement chinois semble donc buter sur des contraintes à la fois structurelles et conjoncturelles pour modifier en profondeur sa structure économique.

C'est donc bien un mélange de raisons endogènes et exogènes qui explique les retards de résultats dans le rééquilibrage de la croissance chinoise. Le rééquilibrage économique a encore de nombreux défis à relever. Ces derniers sont détaillés dans le chapitre suivant.

¹² McKinsey Global Institute, *Globalization in transition: The future of trade and value chains*, 2019 : <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/207011562781675834-0080022019/original/20190710GlobalValueChains.pdf>

¹³ CNN, *China has an inflation problem. It's way too low*, 25/04/2023, <https://edition.cnn.com/2023/04/24/economy/china-deflation-economy-intl-hnk/index.html>

CHAPITRE II

FINANCER LE NÉCESSAIRE RÉÉQUILIBRAGE DE L'ÉCONOMIE CHINOISE

II. FINANCER LE NÉCESSAIRE RÉÉQUILIBRAGE DE L'ÉCONOMIE CHINOISE

1. LE PROBLÈME DES DETTES GLOBALE, *CORPORATE* ET BANCAIRE

La dette globale de la Chine reste donc toujours au-dessus de 300 % du PIB avec un saut particulièrement fort pendant la crise liée à la pandémie Covid-19. Le gouvernement chinois comme beaucoup d'autres a dû augmenter les investissements en capital afin de maintenir une croissance positive du PIB. Cependant, la croissance du PIB déclarée de 2,3 % en 2020 a eu un coût (au moins 20 points de hausse du ratio dette/PIB). Même si la dette totale dans les pays avancés représente aussi une moyenne de 300 % du PIB, celle des pays en développement est normalement moindre, avec une moyenne de 192 % du PIB en 2021¹⁴. Au-delà du montant tant absolu que relatif (en proportion du PIB), c'est la composition de la dette chinoise qui interroge et inquiète. La dette des entreprises inquiète particulièrement, puisqu'elle représente plus de 160 % du PIB (cf. Annexe, graphiques 12 et 13).

Ces niveaux records d'endettement vont de pair avec une hausse spectaculaire des montants en défauts (absence de remboursements) sur des titres de dettes (cf. Annexe, graphiques 14). La Chine tente depuis des années (particulièrement depuis 2017) d'épurer ses créances douteuses sur les entreprises¹⁵. Bien qu'elle ait fait quelques progrès avant la pandémie, la tâche semble interminable. Elle reste cruciale pour le développement économique à long terme du pays : la dynamique économique implique toujours de purger les éléments néfastes introduisant méfiance et défiance au sein des acteurs économiques. Le gouvernement chinois insiste sur le fait qu'il souhaite une plus grande discipline du marché et un processus transparent permettant de laisser les entreprises faire défaut sans faire exploser le système financier. Les investisseurs internationaux exposés aux actions et obligations chinoises sont également grandement en attente de cet effort d'assainissement.

Le Fonds monétaire international (FMI) indiquait dès 2016¹⁶ des voies de remédiation pour traiter efficacement du problème des dettes *corporate*. Les éléments repris ci-dessous n'ont pas été mis en place. Il faut dire qu'ils relèvent des remèdes habituels généralement mis en place dans les économies libérales :

- **Trier** : identification des entreprises en difficulté financière, distinction entre celles qui ont besoin d'être restructurées et les entreprises « zombies » qui n'ont aucun espoir de survie. En raison des liens existants entre les banques publiques et les entreprises, une nouvelle institution pourrait être créée pour remplir ce rôle.
- **Comptabiliser les pertes** : les banques sont tenues de comptabiliser et de gérer les actifs dépréciés. Les banques dites « fantômes » – fiducies, gestionnaires de titres et gestionnaires d'actifs – devraient également être contraintes d'admettre des pertes.
- **Partager la charge** : répartir les pertes entre les banques, les entreprises, les investisseurs et, si nécessaire, le gouvernement.
- **Renforcer les contraintes budgétaires**, notamment sur les entreprises publiques, en améliorant la gouvernance d'entreprise et en supprimant les garanties implicites, afin d'éviter de mauvaises incitations.
- **Améliorer le cadre juridique de l'insolvabilité** : une restructuration rapide et à grande échelle nécessite également des mécanismes extrajudiciaires pour compléter le cadre existant.
- **Faciliter la transition** : élargir la couverture de l'assurance chômage, fournir une aide au revenu aux travailleurs déplacés et les aider à trouver un nouvel emploi. Le filet de sécurité sociale doit être amélioré, car la fermeture ou la restructuration d'entreprises déficitaires dans des secteurs tels que le

¹⁴ Vitor Gaspar, Paulo Medas, Roberto Perrelli, *Riding the Global Debt Rollercoaster*, IMF blog, 12/12/2022 : <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/12/12/riding-the-global-debt-rollercoaster>

¹⁵ The Wall Street Journal, *China Shifts Stance, Letting Dying Firms Go Bankrupt*, 07/03/2017 : <https://www.wsj.com/articles/china-shifts-stance-letting-dying-firms-go-bankrupt-1488586442>

¹⁶ Joong Shik Kang, Wojciech S. Maliszewski, *China Must Quickly Tackle its Corporate Debt Problems*, 16/12/16 : <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2016/12/16/china-must-quickly-tackle-its-corporate-debt-problems>

charbon et l'acier (encore très présents et pourvoyeurs d'emploi en Chine) pourrait entraîner des licenciements importants.

- **Faciliter l'entrée sur le marché** : démanteler les monopoles dans des services tels que les télécommunications et les soins de santé et favoriser une plus grande concurrence.
- **Améliorer les finances des collectivités locales** : garantir des pouvoirs d'imposition et des sources de revenus suffisants pour les collectivités locales afin de décourager les emprunts hors bilan.

La mise en place de ces éléments constitue une clef de voûte dans le cadre d'une économie libérale. Vu ainsi, il est très difficile d'envisager un futur stable à l'économie chinoise sans ces éléments de base d'un édifice économique.

La croissance économique chinoise alimentée par le crédit a laissé le pays avec des niveaux élevés de dette bancaire, maintenant proche de 180 % du PIB. Ceci se compare à un niveau de 70 % pour le reste des marchés émergents en moyenne. Le FMI et les agences de notation s'alarment de l'explosion de la dette bancaire chinoise tant par leur niveau que par le degré d'opacité qui entoure les conditions et le partage des pertes éventuelles. L'opacité concerne aussi les forces de rappel supposées limiter l'octroi de crédit. Le marché bancaire chinois est très fragmenté entre les quatre grandes banques (dont la Banque d'épargne postale) bénéficiant d'un fort soutien du gouvernement et de garanties implicites, les banques commerciales et rurales (de petite taille) avec peu d'autonomie et les banques par actions de taille moyenne bénéficiant de plus de liberté, mais étant dépourvues de grands déposants stables. Ces dernières doivent donc prendre un niveau de risque plus élevé pour capter des fonds et accorder des prêts¹⁷...

Ces dettes ne concernent d'ailleurs pas que les banques traditionnelles, mais aussi de nombreux autres établissements financiers non bancaires (EFNB), généralement qualifiés de « *shadow banking* ». Cette finance non régulée a connu un développement extrême en Chine et cela peut être assez facilement expliqué par le proverbe « La nature a horreur du vide ». Ces EFNB comblent un vide dans un système complexe (i) qui est dominé par de grandes banques contrôlées par l'État ; (ii) qui est soumis à une variété de réglementations ainsi qu'à des orientations formelles et informelles ; (iii) qui a mandaté des taux d'intérêt bas sur les dépôts ; et (iv) qui impose des restrictions sur les prêts à certaines industries. On estime que les deux tiers de tous les prêts accordés en Chine par les EFNB sont des « prêts bancaires déguisés ». Ces établissements évitent aussi les coûteuses réserves obligatoires de la banque centrale et les limites sur les montants de crédits octroyables¹⁸.

Un indice de « répression financière »¹⁹ (sous composante de l'indice agrégé sur les libertés économiques) réalisé par la fondation *The Heritage*, très libérale, montre que la Chine est l'une des économies les plus répressives parmi les grandes économies. Elle se classe comme étant modérément plus répressive financièrement que la Russie ou l'Inde et considérablement moins libéralisée que les économies avancées (cf. Annexes, graphique 15).

2. LE PROBLÈME DE LA BULLE IMMOBILIÈRE

L'immobilier représente 30 % du PIB chinois. « La croissance en Chine, c'est l'immobilier ! » peut-on souvent entendre. Toute l'économie chinoise s'est construite sur l'immobilier comme ultime recours pour stimuler l'économie (du fait de ses nombreux effets d'entraînement).

L'immobilier continue de se dégrader et cela fait déjà plus d'un an, depuis l'annonce d'une possible faillite du géant Evergrande, mégaconglomérat du secteur immobilier, qualifié par certains de « Lehman chinois ». Trop gros pour faire faillite ? L'entreprise fait partie du Global 500 – ce qui signifie qu'elle est aussi l'une des plus grandes entreprises du monde en termes de revenus. Evergrande s'est fait un nom dans l'immobilier résidentiel et se vante de « posséder plus de 1 300 projets dans plus de 280 villes » à travers la Chine. Le groupe a investi

¹⁷ David Keohane, *Big is beautiful, China banks edition*, Financial Times, 28/03/2017 : <https://www.ft.com/content/44df8bc3-85cf-31a3-a848-4469db9ffa78>

¹⁸ Elliott, Kroeber et Qiao, *Shadow banking in China: A primer*, Brookings Institute, March 2015 : https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/shadow_banking_china_elliott_kroeber_yu.pdf

¹⁹ Index of Economic Freedom, <https://www.heritage.org/index/about>

dans les véhicules électriques, les sports et les parcs à thème. Il possède même une entreprise d'alimentation et de boissons.

L'absence de réaction claire du type « laisser partir, laisser faire faillite » est révélatrice d'un malaise des autorités qui va au-delà du secteur immobilier. C'est l'ensemble de l'édifice financier et social chinois qui semble être en jeu. Les dépenses du système de retraite en Chine sont seulement de 4 % du PIB contre 14 % en France, alors que le vieillissement de la population chinoise est beaucoup plus net. En plus de ce montant provisionné faible face aux enjeux démographiques, d'énormes sommes d'épargne dédiées aux retraites sont investies dans l'immobilier. Une partie de la population semble percevoir le danger et des questionnements s'expriment sur les réseaux sociaux comme WeChat ou Weibo. Le gouvernement cherche à éviter la panique en limitant la transparence sur les difficultés réelles du secteur immobilier. C'est l'ensemble du système bancaire chinois et des systèmes sociaux qui sont potentiellement menacés.

Un dégonflement trop brutal de la bulle immobilière déstabiliserait l'équilibre des systèmes de retraite des Chinois, les obligeant à augmenter encore plus leur épargne et à réduire davantage leur consommation. Cette situation n'est pas sans rappeler le scénario japonais suite à l'éclatement de la bulle immobilière à Tokyo dans les années 1990. Il fut suivi de 20 ans de croissance quasi nulle et surtout de la perte du statut de première économie mondiale – le Japon était sur le point de dépasser l'économie américaine en 1989. Cette analogie a donc de quoi terrifier les autorités chinoises.

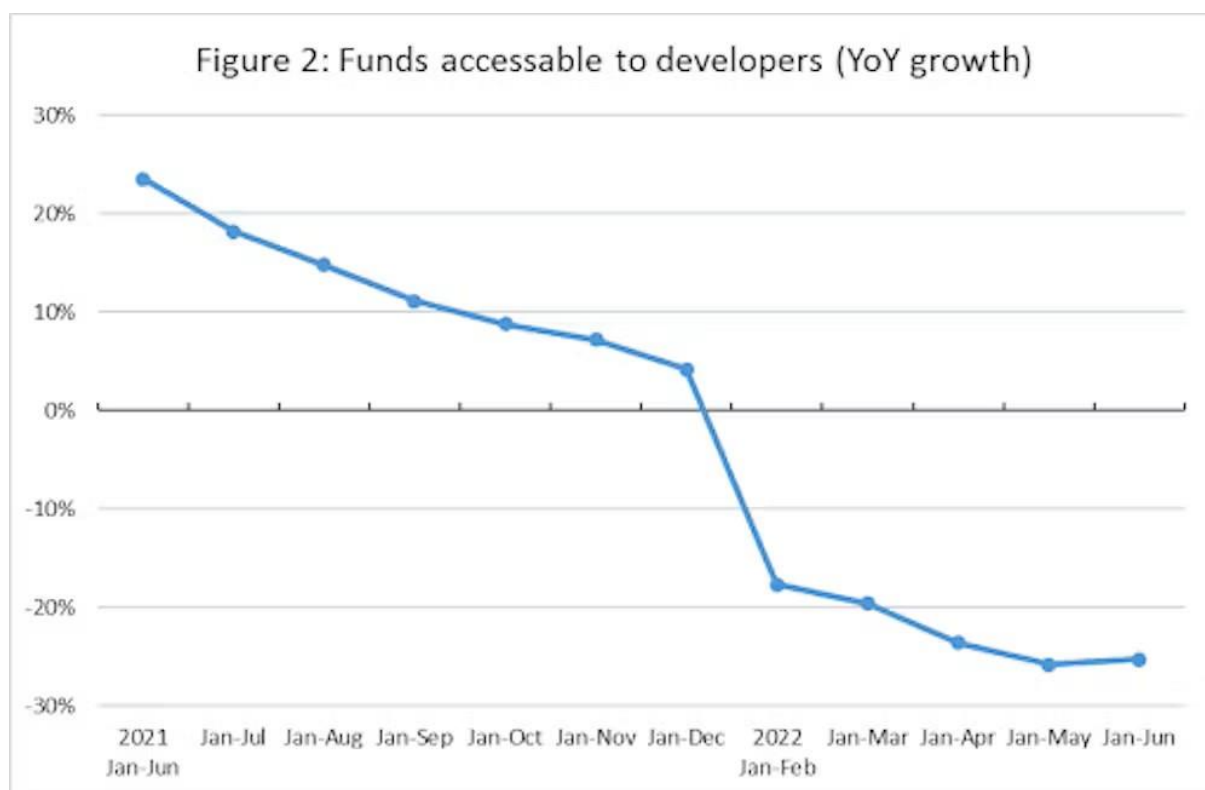
Les Chinois ne disposent pas de pléthore de placements possibles pour utiliser leur épargne et préparer leur retraite. L'investissement immobilier a donc été utilisé comme un moyen d'optimiser leur capital retraite, alimentant un surinvestissement dans ce secteur et l'achat à but financier de logements restant inoccupés. On estime actuellement que le pays ne compte pas moins de 50 villes fantômes (totalement inhabitées) et 64 millions d'appartements vides (soit autant que d'habitants en France).

En raison de ces effets de ramifications très profonds et systémiques, il est à craindre que cette crise ne laisse des traces dans la psychologie des agents économiques chinois. Pour reprendre une analogie du marché de l'emploi, un éventuel « effet d'hystérèse » suggérerait que les effets conjoncturels de cette crise prennent des traits structurels sur lesquels les politiques économiques traditionnelles pourraient ne plus suffire. En somme, les effets induits d'une crise originaire du secteur immobilier peuvent générer une insuffisance durable de la demande globale et conduire à un enkystement du chômage et à des pertes en production permanente subies par l'économie.

Par manque de règles claires sur les faillites, le secteur immobilier continue de se gangrener. Les prix de vente des nouveaux logements ont commencé à fortement baisser dès octobre 2020 et les montants de dette mûrissant en 2022 furent simplement hors d'atteinte pour les prometteurs et grands groupes immobiliers chinois. Le renflouement des promoteurs immobiliers semble être la seule option, mais le coût est extrême (cf. Annexe, graphique 16).

Les promoteurs immobiliers en sont réduits à vendre des logements à n'importe quel prix (certains offrent même une voiture à l'achat de l'appartement !). L'étranglement financier des promoteurs a stoppé la livraison de logements pourtant commercialisés. Certains acheteurs sont amenés à refuser de payer leurs prêts hypothèques – ce que certains ont qualifié de « vague de grèves des hypothèques » – en raison de logements non livrés, impactant en retour le système bancaire.

Graphique E : Les promoteurs immobiliers ne sont plus financés et ne peuvent plus livrer.



Source : <https://theconversation.com/china-property-crisis-why-the-housing-market-is-collapsing-and-the-risks-to-the-wider-economy-189082->

À date, l'investissement dans la construction continue à décliner. La baisse des taux d'intérêt par la Banque centrale chinoise ne suffira pas à modifier cette dynamique. Les marges de manœuvre semblent très réduites d'autant que l'immobilier n'est pas le seul secteur touché par les créances douteuses et « dettes cachées ». L'inflation basse n'aide pas non plus à faire baisser la valeur et le poids des dettes. Certaines dettes immobilières sont garanties par les collectivités locales, mais n'apparaissent pas dans leurs bilans. La dette cachée est émise par des véhicules financiers, créée pour contourner les restrictions en matière d'emprunt et utilisée pour canaliser les fonds destinés aux dépenses d'infrastructure. Selon des analystes de Mars Macro en 2022, une société de recherche économique basée dans le Hunan, ces dettes cachées pourraient atteindre 65 000 milliards de yuans soit plus de 50 % du PIB chinois (et 20 % de plus que l'estimation faite par Goldman Sachs en 2021).

3. LE PROBLÈME DE LA FUITE DES CAPITAUX

L'expérience chinoise montre qu'en dépit de très fort taux d'épargne, perçus comme amortisseur de chocs économiques (inspirant généralement confiance aux investisseurs), la véritable question devrait davantage être de savoir où cette épargne est investie. En Chine, l'activité de gestion de l'épargne chinoise, en constante augmentation (autour de 42 % du PIB en 2021), est un marché en plein essor et avec un potentiel quasi infini. L'épargne des ménages chinois représentera bientôt la moitié de l'épargne mondiale. Pourtant, le modèle de croissance chinois reste paradoxalement dépendant de capitaux extérieurs.

En effet, l'on observe une baisse inquiétante du montant des réserves officielles de la Banque de Chine. Équivalent à presque 20 % du PIB en 2014, il représente à peine 8 % du PIB en 2023 (cf. Annexe, graphique 17). Les réserves constituent un « tampon » important pour lutter contre l'instabilité tant financière que monétaire. En 2003 et 2005 par exemple, des réserves de devises étrangères avaient été utilisées pour recapitaliser les banques commerciales d'État chinoises. Mais seront-elles suffisantes pour faire face aux défis actuels, que sont :

- Sortir de la trappe des pays à revenus intermédiaires.
- Échapper au piège de la dette.
- Maintenir sous contrôle la croissance du crédit.
- Assainir le système bancaire parallèle qui ne cesse de se développer.
- Épurier le secteur immobilier.
- Faire face aux défis environnementaux qui coûtent plusieurs milliards chaque année à l'économie chinoise (désertification, tempêtes de sable, etc.).
- Limiter les fraudes et la corruption, etc.

Entre 2010 et 2020, les réserves de change de la Chine sont passées de 20 % du PIB à 10 %. Dans l'absolu, 10 % restent un coussin confortable, mais la tendance est inquiétante. Une première vague de fuite des capitaux en 2014 a accéléré la baisse des réserves avec de nouvelles baisses en 2018-2019 dès avant et comme suite à l'irruption du Covid-19 et aux nombreuses interventions de la Banque centrale (soit pour recapitaliser les banques commerciales, soit pour soutenir la valeur de la monnaie). Traditionnellement, la fuite des capitaux s'observe dans les pays en réaction à des déséquilibres économiques montants, une méfiance dans les systèmes bancaires domestiques ou un rejet d'un régime politique ou des aspects de gouvernance d'un pays (corruption, pression fiscale, etc.). Les fuites des capitaux contribuent à faire baisser l'épargne domestique et les réserves officielles par voie de conséquence.

Les importantes entrées de devises (nourrissant les réserves) proviennent principalement des excédents de la balance courante (principalement le net d'exportations). Mais elles paraissent de plus en plus insuffisantes pour compenser les sorties de capitaux qui ont pris une très forte ampleur depuis 2014. Il y a une demande croissante de diversification géographique de la part des investisseurs chinois cherchant à acquérir des actifs étrangers. La recherche de diversification des actifs est d'autant plus élevée dans un pays qui a généré des richesses inégalement réparties et où la protection des droits de propriété individuels n'est pas très solidement ancrée.

Les autorités chinoises considèrent l'afflux de capitaux étrangers comme une solution aux pressions exercées par les sorties de capitaux, plutôt que de s'appuyer excessivement sur la vente des réserves de change accumulées. Mais les fuites de capitaux deviennent de plus en plus structurelles et les entrées de capitaux étrangers de plus en plus volatiles. L'histoire des contrôles de capitaux suggère que si la transparence et la sécurité des actifs domestiques deviennent insuffisantes, les acteurs économiques trouvent toujours des moyens de contourner les contrôles de capitaux, même stricts. Cette pression/attractivité des actifs étrangers s'accroît encore quand la monnaie domestique se déprécie (les actifs en monnaie étrangère s'apprécient par contraste, augmentant leur attractivité). Or depuis la guerre en Ukraine, le dollar s'apprécie considérablement, y compris contre le yuan chinois. Une substantielle fuite des capitaux est donc inévitable pour des facteurs structurels, également amplifiée par des facteurs conjoncturels depuis ces dernières années (cf. Annexe, graphique 18).

La capacité de la Chine à transférer des fonds entre la PBOC (la Banque Centrale chinoise appelée « *People Bank of China* ») et les banques commerciales d'État est connue. Mais les mécanismes précis de la recapitalisation de la *China Development Bank* et de l'*Exim Bank of China* restent plus mystérieux. Les banques commerciales d'État chinoises contrôlées par le pouvoir central – incluant la *China Development Bank*, mais pas l'*Exim Bank of China*, affichent un bilan en devises étrangères de plus de 1 000 milliards de dollars, suggérant ainsi des transferts importants.

Pour complexifier l'ensemble, la Chine dispose d'au moins trois fonds souverains différents : le plus important étant la *China Investment Corporation*, créée en 2007 qui gère une partie des réserves de change de la Chine et investit dans un portefeuille diversifié d'actifs à l'échelle mondiale. Il y a aussi la *State Administration of Foreign Exchange Investment Company* qui gère une partie des réserves et opérations de change de la Chine (valeur de la monnaie) et le *National Social Security Fund* assurant des investissements à long terme pour soutenir le système de sécurité sociale du pays.

4. FINANCER L'ÉCONOMIE CHINOISE À L'AIDE DES FINANCEMENTS INTERNATIONAUX ?

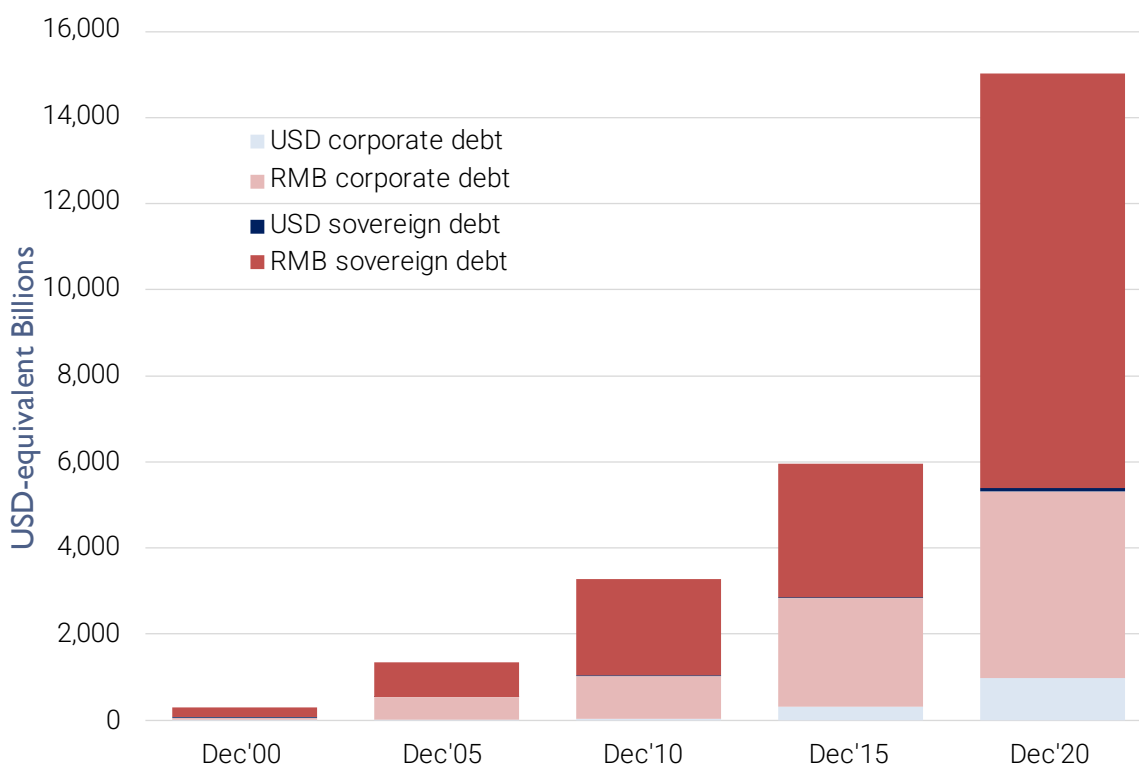
Face à la pression baissière du stock d'actifs internationaux, le gouvernement souhaite augmenter sa puissance de feu en développant davantage un marché obligataire reposant sur des investisseurs institutionnels nationaux, mais aussi sur une dose d'investisseurs internationaux. L'idée est simple, plus la base d'investisseurs et financeurs est large, plus les taux d'intérêt peuvent rester contenus en dépit de la hausse du niveau global d'endettement. Les flux entrants d'investissements obligataires permettent aussi de soutenir le montant des réserves officielles.

En termes de taille et au vu des niveaux d'endettements, le marché obligataire chinois a dépassé celui du Japon, mais reste loin derrière celui des États-Unis (40 % environ de sa taille). Il reste surtout un marché beaucoup plus domestique et moins internationalisé (cf. Annexe, graphique 19).

Le développement des marchés obligataires chinois depuis plusieurs années a ainsi connu un fort essor. Ils peuvent paraître grands en taille absolue, mais sont encore petits relativement à la taille du système bancaire chinois. Outre leur taille relative encore insuffisante, les marchés obligataires chinois, tout comme les marchés actions, restent surtout très domestiques. La propriété étrangère des dettes échangeables chinoises augmente, mais reste très marginale (entre 3 et 5 %, cf. Annexe, graphique 20), malgré des maturités moyennes des titres de dette inférieures à la moyenne des pays asiatiques. Le marché est dominé par les investisseurs institutionnels chinois.

Cette désintermédiation relative du financement est cruciale, car elle limite le risque systémique d'interdépendance entre santé des banques et disponibilité du crédit et des financements dans l'économie. Les marchés obligataires sont parfois perçus comme une « roue de secours » de la liquidité pour le système bancaire. Ils permettent en tout cas d'assurer des financements à plus longs termes et de réaliser un étalement intertemporel plus large de l'endettement.

Graphique F : De la dette chinoise libellée en dollar commence à être visible même pour la dette souveraine.



Source : <https://www.seafarerfunds.com/commentary/the-evolution-of-chinas-bond-market/>

Sous la pression des marchés et taux d'intérêt, la dette *corporate* en dollar se développe et la dette souveraine en dollar a même fait son apparition en 2020. Mais l'immense majorité des obligations chinoises restent toutefois libellées en renminbi, ce qui constitue un élément de prudence et de stabilité. En revanche, deux tiers des marchés obligataires développés en Chine concernent de la dette souveraine alors que l'endettement dominant en Chine est celui des entreprises (*corporate*). Les obligations d'entreprise étaient initialement limitées aux sociétés cotées, mais le cadre réglementaire établi par la *China Securities Regulatory Commission* en janvier 2015 a permis l'émission d'obligations par des sociétés cotées et non cotées. Cette évolution s'inscrit dans l'objectif financier déclaré de la Chine de réduire les liens entre les entreprises d'État et les banques publiques.

L'élargissement de la base des investisseurs permet théoriquement de réduire la pression sur les rendements de la dette des entreprises et de la dette souveraine. Mais pour attirer cette base d'investisseurs internationaux, il est nécessaire d'améliorer la transparence, la liquidité et, surtout, la fiscalité dans les obligations libellées en renminbi.

L'introduction et l'extension de plateformes transfrontalières telles que *Stock Connect*, *Bond Connect*, et *China Interbank Bond Market* au cours de la dernière décennie ont permis aux gestionnaires d'actifs étrangers d'accéder aux marchés financiers chinois sans devoir constituer une entité locale dans le pays.

Grâce au *Shanghai-Hong Kong Stock Connect* créé en 2014, la Bourse de Shanghai est à la tête de l'internationalisation du marché national des valeurs mobilières. Le système de connexion des actions a été élargi pour inclure les marchés de capitaux d'Allemagne et de Suisse (permettre aux investisseurs institutionnels étrangers d'ouvrir directement des comptes de titres pour participer à des obligations sur la bourse).

D'autres barrières à l'entrée ont aussi été supprimées, notamment l'exigence que les investisseurs aient un minimum d'antécédents en matière de négociation et de gestion d'actifs. Également, les investisseurs étrangers qualifiés peuvent désormais désigner autant de banques dépositaires qu'ils le souhaitent, alors qu'auparavant ils étaient restreints. Ils sont aussi autorisés à investir dans une plus grande variété de produits d'investissement libellés en yuan.

Ces réformes du marché ont contribué à convaincre certains fournisseurs d'indices boursiers, tels que FTSE Russell et Bloomberg Barclays World Aggregate, d'inclure la dette chinoise dans leurs indices, dès janvier 2019.

Certaines institutions mondiales expriment toujours leurs craintes face aux risques de rapatriement ou de transfert de fonds vers et depuis la Chine. Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) très particulièrement ne sont pas autorisés à investir dans des pays où la liquidité pourrait être entravée par des restrictions sur les mouvements de capitaux.

Concrètement, ce sont plutôt des investisseurs long terme, tels que les banques centrales et les fonds souverains, qui développent un intérêt pour les actifs chinois. Ce sont également des groupes internationaux déployant des filiales chinoises onshore afin d'obtenir des mandats et licences pour participer au gigantesque marché du détail et de la gestion de l'épargne des Chinois.

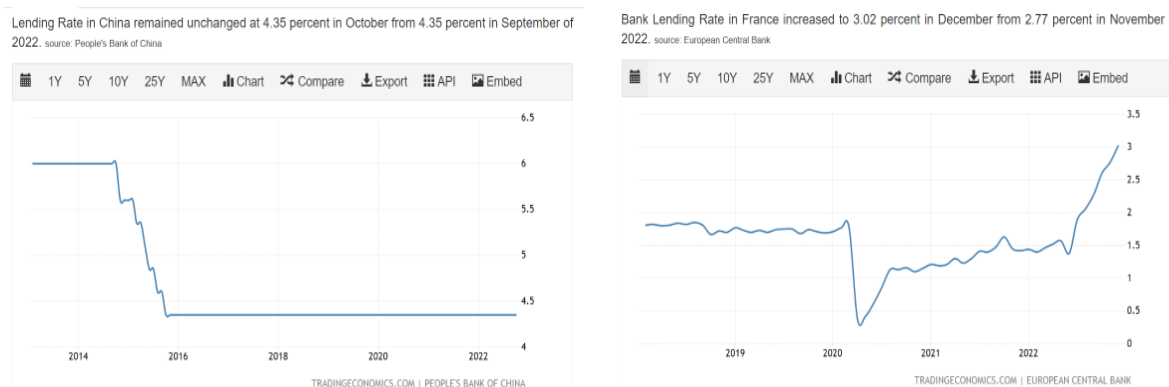
Le développement accru des investissements de portefeuille internationaux passe par :

- Des institutions judiciaires indépendantes.
- La clarification sur les droits des créanciers.
- Une standardisation et transparence sur les normes comptables financières et extrafinancières (*reporting ESG*).
- Une réglementation prudente des acteurs financiers.
- Classer les risques liés aux actifs financiers plus précautionneusement et plus graduellement.
- Des teneurs de marchés actifs et assurant une liquidité suffisante.
- Des exigences claires en matière d'information.
- Des agences de notation indépendantes (la méthodologie de l'agence Dagong laisse toujours perplexe et manque de transparence).

La Chine a fait de grands progrès sur nombre de ces fronts, mais bute toujours sur certains enjeux de transparence, de liberté inconditionnelle sur les mouvements de capitaux et sur la libéralisation des taux

d'intérêt. Tout cela implique notamment que le gouvernement accepte de se mettre en retrait des interventions sur l'allocation du crédit. Une plus grande utilisation internationale du renminbi est contrebalancée par la nécessité de maintenir, voire de restreindre, les entrées et sorties de devises, notamment en raison de la volatilité persistante du taux de change. Le prix à payer de l'internationalisation est une intégration plus profonde avec les marchés mondiaux, transmettant plus facilement les chocs entre la Chine et le reste du monde (dans les deux sens). Principe financier bien connu, « il n'y a pas de repas gratuit ». Compte tenu de l'importance de l'effet de levier (niveau d'endettement) dans l'économie chinoise (ainsi que des niveaux de « *margin debt* » empruntés auprès des *brokers* sur les marchés actions), l'intégration de la Chine dans les marchés mondiaux générera une plus grande sensibilité aux chocs externes, rendant l'économie mondiale plus instable. Ainsi, la volatilité de l'USD-CNY devrait augmenter dès lors que le compte de capital chinois (la balance des paiements) deviendra plus ouvert. Elle peut également être amplifiée parce que les taux chinois ont des mouvements plus abrupts que les taux américains. L'une des raisons est qu'au-delà des chiffres officiels, la véritable volatilité de la croissance chinoise pourrait bien être beaucoup plus élevée que celle des États-Unis. L'autre raison étant que les taux d'intérêts chinois restent très administrés, rendant leur ajustement beaucoup plus retardé et avec des effets de paliers.

Graphique G : Les taux d'intérêt en Chine (gauche) apparaissent clairement administrés, en comparaison avec ceux français (droite).



Source : <https://tradingeconomics.com/country-list/bank-lending-rate>

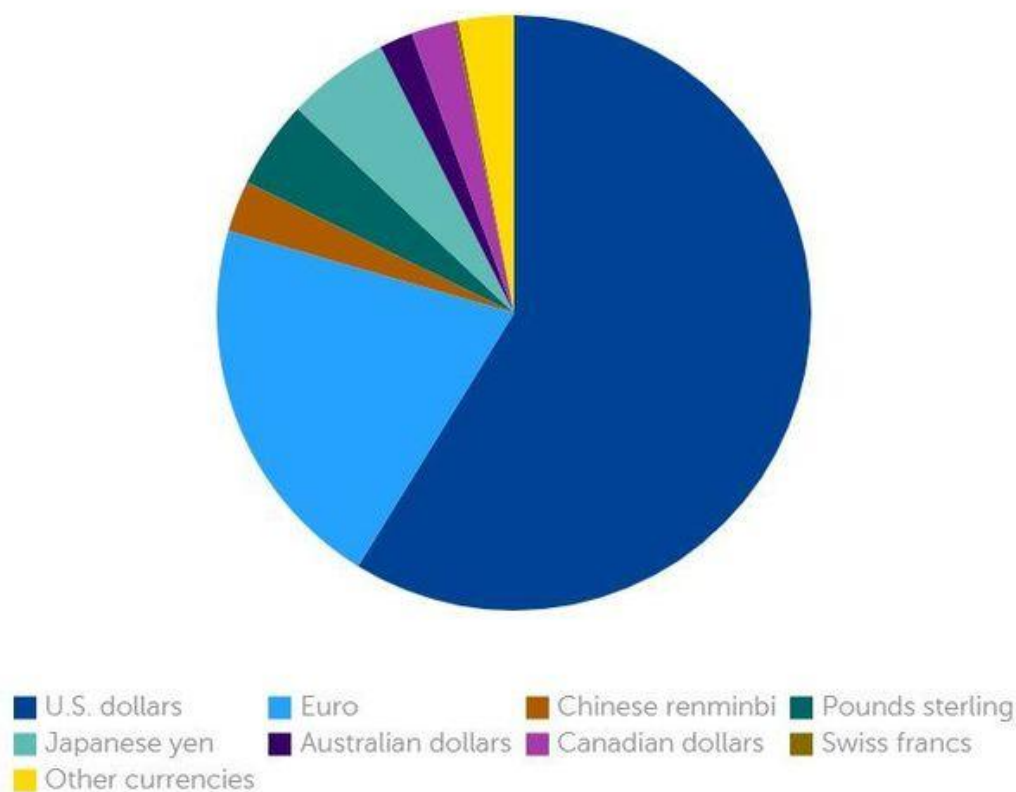
Il apparaît clairement que les taux d'intérêt chargés par les banques chinoises sont administrés avec des effets de paliers et d'ajustements brutaux. Les taux actuels de 4,35 % sont très élevés comparés au niveau d'endettements et aux perceptives de croissance. Quand les taux d'intérêt sont supérieurs au taux de croissance, le niveau de dette se compose plus vite que la capacité de remboursement à travers la croissance économique. Si les prévisions pour 2023 laissent à penser que la croissance pourrait dépasser les 4,35 % – grâce à la reprise de la consommation à la suite des blocages de la politique « zéro Covid » – la croissance potentielle naturelle de la Chine dans les années à venir (croissance pérenne et équilibrée sans recours excessif à des stimulus de politiques publiques) serait davantage autour de 2 ou 2,5 % (résultante de 3,5 % de gains de productivité annuels, mais avec une population active qui diminue de -1,5 % par an). La croissance potentielle s'affaiblit donc clairement et structurellement. Les taux d'intérêt doivent donc à terme être en mesure de pouvoir baisser substantiellement, tout en restant attractifs pour les investisseurs étrangers et en dépit des primes de risques liées à l'endettement. **La quadrature du cercle... sauf si la monnaie chinoise devient l'une des principales monnaies de réserve internationales recherchées par tous les investisseurs et les banques centrales dans le monde.**

Si les taux d'intérêt sont plus élevés que le taux de croissance de l'économie, les épargnants obtiennent une part du revenu national plus importante que si les taux d'intérêt sont inférieurs au taux de croissance de l'économie. Cela risque donc à nouveau de favoriser l'épargne au détriment de la consommation. La libéralisation des taux d'intérêt chinois ne peut donc se faire que très progressivement. L'ampleur des dettes accumulées entrave et retarde ce processus. En conséquence, bien que première puissance commerciale mondiale, la monnaie chinoise est loin de rivaliser avec ses concurrents américains, japonais ou européens.

En 2015, le yuan devient l'une des cinq devises reconnues officiellement par le FMI comme « devises de réserve » – et entre ainsi dans la détermination de la valeur des droits de tirage « DTS » – mais sa détention demeure la plus faible des cinq. Fin mars 2023, la Russie adoptait le renminbi comme l'une des monnaies principales pour ses réserves, ses échanges commerciaux et même certains services bancaires personnels. Toujours en mars 2023, la société française TotalEnergies a réalisé la première transaction de GNL réglée en yuans en Chine. Plus largement, cela fait plusieurs années que la Chine met un point d'honneur à facturer ses exportations de pétrole et de gaz en renminbi.

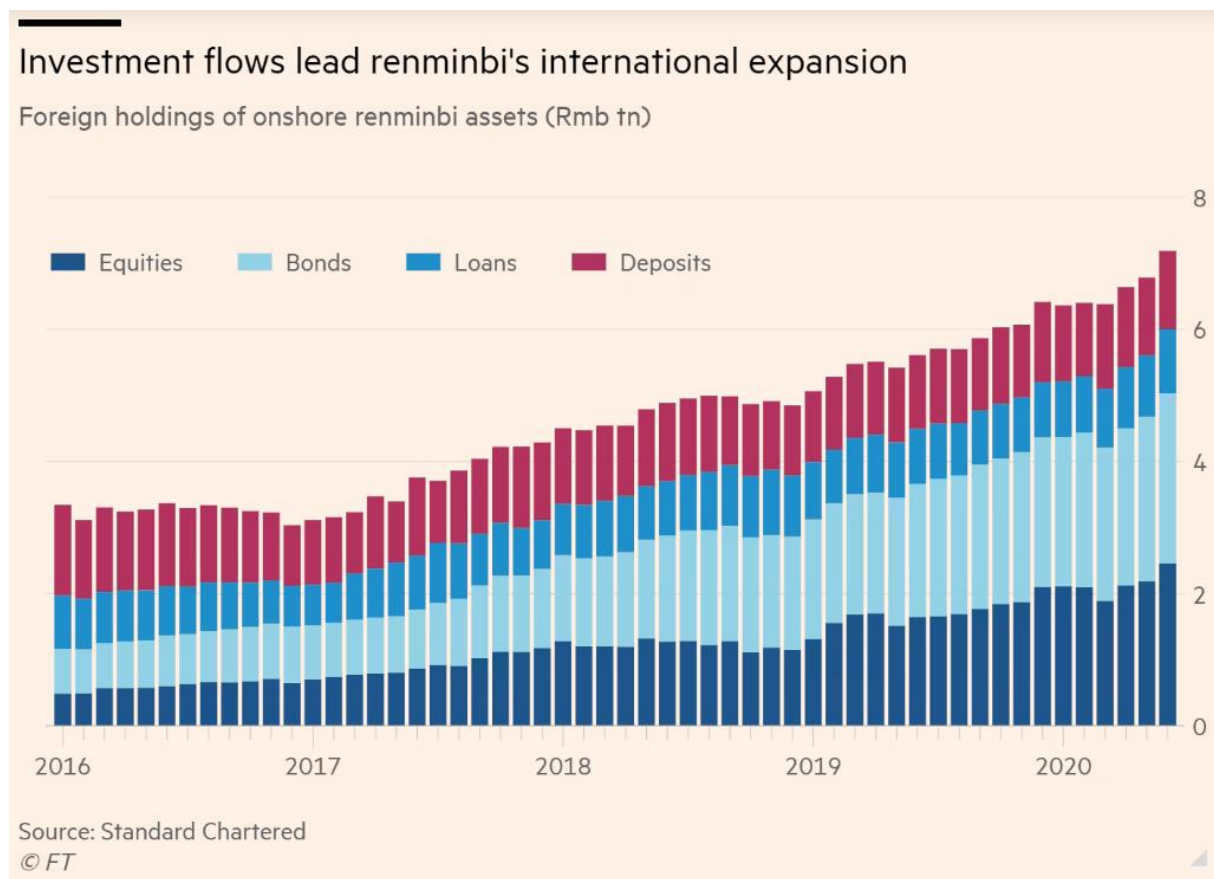
Graphique H : Le renminbi chinois est 5^e monnaie mondiale de détention dans les réserves officielles des banques centrales.

World - Allocated Reserves by Currency for 2021Q4



Source : <https://www.marketwatch.com/story/rise-of-nontraditional-reserve-currencies-diminishes-dollars-dominance-11654181294>

Mais au-delà de la détention officielle, les investisseurs internationaux privés restent très prudents (de nombreux dépôts sont conservés en cash comme suggéré par le graphique ci-dessous) et en retrait sur les actifs financiers chinois.

Graphique I : Détenion internationale d'actifs chinois libellés en renminbi.

Source : <https://www.ft.com/content/4b4f1aa2-6938-473c-95cf-235478a45976>

Concernant les titres obligataires chinois, il est à noter que :

- La détention par des étrangers d'actifs onshore en renminbi augmente, mais reste assez faible.
- Le marché des obligations d'État chinoises a une part de propriété étrangère plus importante, d'environ 7,9 %.
- La Chine étant l'un des rares pays émergents à avoir des taux d'intérêt fortement décorrélés des États-Unis, elle demeure néanmoins une bonne option de diversification pour les investisseurs obligataires (d'un point de vue tactique court/moyen terme plus que stratégique à long terme).

Concernant les actifs de type actions d'entreprises chinoises, il est à noter que :

- Les actions A ne représentent que 3,2 %. En conséquence, la corrélation entre les actions A et le S&P 500 est parmi les moins constantes.
- Les sociétés chinoises ne pèsent que 3,6 % de l'indice MSCI All Country World (qui regroupe des actions d'une cinquantaine de pays), contre 60,4 % pour les sociétés américaines et 5,6 % pour les japonaises.
- Les marchés d'actions sont très volatils, les acheteurs d'actions ont un fort effet de levier (ratio *margin debt* auprès des *brokers* sur PIB).
- Les autorités n'ont pas de position claire vis-à-vis des marchés alternant posture de soutien et postures de laisser-aller.
- Les marchés restent relativement opaques. Peu d'entreprises susceptibles d'être investies respectent les exigences ESG, la transparence des comptes...

Pour les investisseurs institutionnels internationaux ne souhaitant pas arbitrer entre les sociétés chinoises et voulant davantage jouer la dynamique macro-économique de la Chine, il est souvent suggéré de ne pas jouer les indices ou ETF qui répliquent la bourse de Hong Kong, qui est surpondérée en valeurs technologiques, la rendant assez volatile. Est privilégiée plutôt la bourse de Shanghai, qui annonce à nouveau accroître la boîte à outils pour

l'allocation d'actifs transfrontalière, lors de la Conférence mondiale des investisseurs 2022 en novembre. Il était important en effet de tourner la page des trois dernières années durant lesquelles la posture gouvernementale envers les marchés de capitaux et leur dimension internationale a été perçue comme des plus ambivalentes.

Ces trois dernières années, la communauté internationale des affaires a en effet assisté à une reprise en main de l'économie par le politique, au profit d'une réaffirmation du contrôle politique et au détriment des profits d'entreprises.

L'échec de l'approche d'ouverture, internationalisation et libéralisation des marchés de capitaux se matérialise symboliquement aux yeux du monde par la « disparition » pendant trois mois du fondateur et CEO d'Alibaba Jack Ma, l'un des milliardaires les plus riches de Chine. Outre la gigaplateforme de vente en ligne, l'entreprise développe aussi des services de stockage de données électroniques et d'intelligence artificielle. Elle possède ainsi des Fintechs dont l'une, Ant Group, cherche selon ses termes à « révolutionner le secteur bancaire en Chine », en s'éloignant du système et des méthodes de travail des institutions traditionnelles. Le 24 octobre 2020, Ant Group se préparait à Shanghai à lancer la plus grande offre publique mondiale en bourse. Selon la BBC²⁰ : « *Le fondateur d'Alibaba accuse les banques chinoises de fonctionner avec une mentalité de "bookmaker". Il soutient que les autorités adoptent la méthode de "gérer une gare pour gérer les aéroports", car elles cherchent à contrôler le Nouveau Monde de la finance électronique.* ». La mise au pas de Jack Ma a sonné comme un avertissement. Jack Ma disait tout haut ce que beaucoup pensaient tout bas et est allé jusqu'à prophétiser que le « pays est confronté au risque d'absence d'un système financier sain. »

Les autres entreprises géantes de la techno (les « BATX »²¹ qualifiées de « GAFAM chinois ») se sont aussi vu infliger des amendes et des ouvertures de dossiers sur des pratiques antitrust. Trop grandes, trop libres aux yeux du parti communiste chinois ?

Le raisonnement sur les intérêts collectifs étant prédominant en Chine, cela semble se marier difficilement avec le fonctionnement de la finance dont le principe de base repose sur la maximisation des fonctions individuelles de profits. D'immenses entreprises comme Tencent sont cotées sur plusieurs places financières internationales, mais ne le sont en Chine qu'à Hong Kong !

Lorsqu'Ant Group a voulu s'introduire en bourse dans deux places chinoises en même temps, ce fut une première. Hong Kong est perçue pour la collecte des capitaux internationaux et Shanghai pour la collecte de l'épargne des Chinois. À Shanghai, les Chinois ont accès à un portefeuille limité de titres et l'univers de l'investissement reste à ses balbutiements. Pourtant, l'investissement par des particuliers chinois devient relativement populaire dans les grandes villes et on estime que 7 % de Chinois investissent en bourse. Chez les Hongkongais, on estimait qu'un résident sur cinq avait souscrit à des actions Ant Group en vue de l'introduction et beaucoup d'entre eux avec des comptes de marge (permettant d'investir plus d'argent que celui réellement mis sur le compte). Tout cela a mené la demande pour ces titres à être 400 fois supérieure au nombre d'actions vendues au public à Hong Kong et 800 fois à Shanghai ! L'introduction a finalement été bloquée par le gouvernement.

Depuis 2022, les autorités semblent rétropédaler et redevenir plus conciliantes. Mais la ligne directrice vis-à-vis des marchés financiers et du milieu des affaires apparaît pour le moins changeante et fragile. Là encore les autorités apparaissent prises entre trop de contraintes perçues comme incompatibles.

²⁰ BBC, *Jack Ma : Pourquoi le milliardaire fondateur d'Alibaba a-t-il disparu pendant trois mois ?*, 24/03/2021 : <https://www.bbc.com/afrique/monde-56496313>

²¹ Baidu, Alibaba, Tencent et Xiaomi.

CHAPITRE III

ASSURER LA SOUTENABILITÉ DU MODÈLE ÉCONOMIQUE

ASSURER LA SOUTENABILITÉ DU MODÈLE ÉCONOMIQUE

1. DÉCROISSANCE DÉMOGRAPHIQUE ET APORIE DU MODÈLE ÉCONOMIQUE

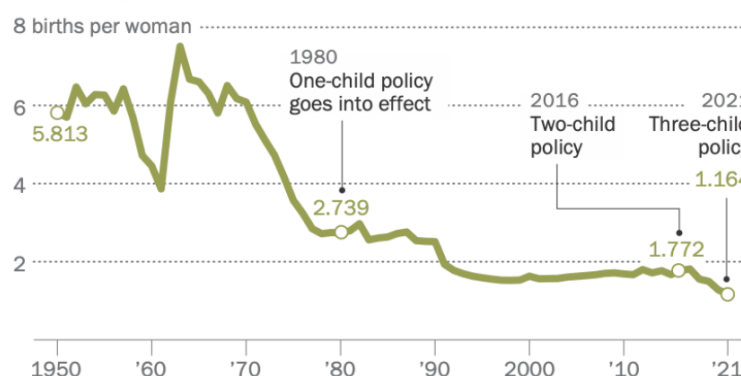
Le pays a perdu 850 000 habitants en 2022. La population chinoise est déjà dépassée par la population indienne et pourrait chuter très vite, repassant sous le seuil du milliard d'habitants d'ici 2060 (cf. Annexe, graphique 21).

Le taux de fécondité de la Chine est extrêmement préoccupant, et il convient de noter qu'il était déjà en baisse avant même la politique de l'enfant unique. La baisse de la fécondité accompagne généralement le développement économique et l'urbanisation. À l'exception d'une brève hausse un an lors des politiques ouvrant la possibilité et favorisant un deuxième enfant (2016), le taux de fécondité de la Chine a continué de baisser (et la politique dite du « 3^e enfant » en 2021 n'y changera vraisemblablement rien). L'Institut démographique Youhe²² a conclu que la Chine est l'un des pays où élever un enfant coûte le plus cher notamment en raison du coût des études, des gardes d'enfants et de la pression sur les activités extrascolaires. Selon certaines études²³, il faudrait dépenser chaque année 25 000 yuans (environ 3 623 dollars) afin de subvenir aux besoins d'un enfant jusqu'à ses 22 ans en Chine, soit quasiment le revenu annuel moyen dans le pays. Outre les difficultés financières engendrées, il existe de fortes inégalités et effets de qualité entre les écoles en milieu urbain et celles en milieu rural (au désavantage de ces dernières). Et dans les centres urbains, le rythme effréné de la vie professionnelle chinoise dissuade les parents de s'engager avec un second enfant.

Graphique J : Un taux de fertilité des femmes chinoises très préoccupant

China's fertility rate has decreased precipitously in recent years, despite its loosening of the one-child policy

Total fertility rate in China



Note: The total fertility rate is the expected number of children a woman who lives to the end of her childbearing years and has children will have during her lifetime based on the given age-specific rates.

Source: UN Population Division's World Population Prospects: The 2022 Revision.

PEW RESEARCH CENTER

Source : https://www.pewresearch.org/short-reads/2022/12/05/key-facts-about-chinas-declining-population/ft_2022-12-5_china-population_02/

²² Pew Research Center, *Key facts about China's declining population*, 05/12/22 : <https://www.pewresearch.org/short-reads/2022/12/05/key-facts-about-chinas-declining-population/>

²³ French.people.cn, *Quel budget pour élever un enfant en Chine ?*, 18/03/2017 : <http://french.peopledaily.com.cn/VieSociale/n3/2017/0318/c31360-9192018.html>

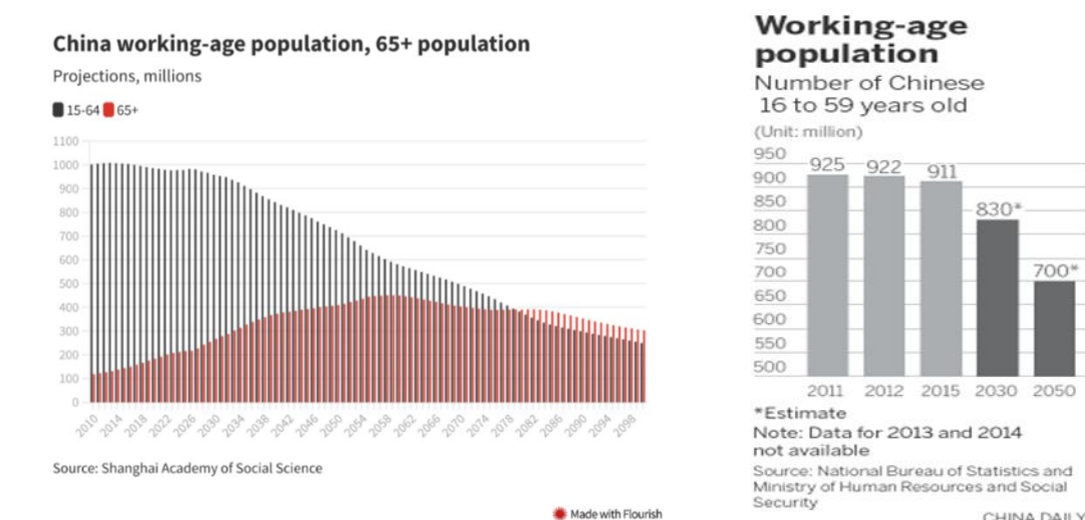
L'Institut pékinois de recherche sur la population YuWa, basé à Pékin, indique aussi que le coût moyen pour élever un enfant jusqu'à l'âge de 18 ans en Chine en 2019 s'élevait à 485 000 yuans (76 629 dollars) pour un premier enfant, soit 6,9 fois le PIB par habitant de la Chine cette année-là. La Chine se classe au deuxième rang parmi les 13 pays les plus chers inclus dans l'étude, derrière la Corée du Sud, qui a le taux de natalité le plus bas au monde. Parallèlement, la part des dépenses publiques chinoises dans l'éducation a tendance à décliner et n'apparaît pas comme une priorité (cf. Annexe, graphique 22).

Vu la pression éducative et le culte de la réussite, de nombreuses familles chinoises choisissent le système éducatif privé nettement plus cher. Également, les sociétés de soutien scolaire fleurissent.

L'institut YuWa averti que la baisse du taux de natalité « affecterait profondément » le potentiel de croissance économique de la Chine, sa capacité à innover et son « bien-être ». Un tel décrochage démographique aura au moins un triple impact pour l'économie chinoise :

- **Un coût colossal en termes de dépenses budgétaires.** L'institut YuWa estime à au moins 5 % de son PIB annuel l'incitation pour les couples à avoir plus d'enfants, notamment par le biais de subventions à l'éducation, de taux hypothécaires préférentiels pour le logement, d'allègements fiscaux, de congés de paternité et de maternité égaux, ainsi que de la construction d'un plus grand nombre de centres de garde d'enfants. Pour donner une idée, 5 % d'un PIB représente le montant des dépenses militaires chinoises (la France a comme objectif de dépenser 2 % de son PIB pour son armée).
- **Une moindre capacité productive,** donc une baisse mécanique des exportations dont les recettes en devises sont indispensables pour contrebalancer les sorties et fuites structurelles de capitaux. La corruption perçue à l'intérieur d'un pays et l'autoritarisme d'un régime ou les éléments de répression financière s'accompagnent toujours de tentatives de détournement et de fuite des capitaux en dehors du pays.
- **Une insoutenabilité des systèmes sociaux de retraite** en raison du ratio population active/retraités, mis en relation qui plus est avec un système financier peu diversifié, une épargne engluée dans des secteurs économiques en défaut de paiements (immobilier, etc.).

Graphiques K : La population active chinoise va accélérer sa décline, un décrochage à vitesse grand V.



Source : <https://www.weforum.org/agenda/2022/07/china-population-shrink-60-years-world/> et <https://www.weforum.org/agenda/2016/07/china-working-ageing-population/>

La population active chinoise a commencé à baisser dès 2011, mais de façon peu perceptible. Un décrochage produisant un impact sensible sur la capacité productive devrait se faire sentir dès 2025 ou 2026. D'ici 2080, la

population à la retraite de plus de 65 ans devrait être plus nombreuse que la population active (entre 15 et 64 ans). D'ores et déjà, la population retraitée chinoise représente quasiment l'ensemble de la population européenne. Et tout cela alors que les systèmes de retraite semblent faiblement provisionnés avec une certaine opacité des chiffres sur le sujet. La population retraitée devrait continuer à augmenter pendant plusieurs dizaines d'années en raison de l'allongement de la durée de vie et de la forte hausse des plus de 85 ans à partir de 2040 (cf. Annexe, graphique 23).

De plus, l'émigration accentue le problème démographique pour la Chine, par différence avec d'autres pays comme l'Allemagne, qui compense une faible démographie par une forte immigration (cf. Annexe, graphique 24).

« La Chine aurait tout à gagner à supprimer totalement les restrictions en matière de migration interne. Sur le plan social, la population rurale est composée de manière disproportionnée d'enfants et de personnes âgées. Les écoles sont bien meilleures dans les villes, ce qui permet à la main-d'œuvre du futur d'avoir accès à une meilleure éducation. Si certaines personnes âgées préfèrent rester dans les zones rurales, d'autres aimeraient peut-être s'installer dans les villes, plus proches de leurs enfants adultes et de soins médicaux de qualité », selon des commentaires du FMI²⁴.

La Chine semble condamnée à amplifier ce qu'elle a déjà essayé en vain pour le moment :

- Accentuer des allocations.
- Subventionner les activités extrascolaires.
- Allonger le congé maternité et ajouter un congé paternité.

Face au manque de pouvoir d'achat des classes moyennes et pour contrer le trop grand coût des études et du logement, conséquences d'une pression urbaine extrêmement forte et d'un immobilier encore trop cher, le gouvernement doit contrebalancer avec une politique nataliste multidimensionnelle : recours massif aux subventions financières, stratégie médiatique pour redorer l'image des grandes familles y compris en milieu urbain, etc.

2. CONTESTATIONS SOCIALES ET BAISSSE DU MAGNÉTISME DE L'ÉCONOMIE CHINOISE

De la fin des années 1990 à 2008, la croissance en Chine était très haute, autour de 7-8 % par an. Les grands groupes internationaux ne pouvaient donc se permettre de ne pas être présents sur ce marché incontournable. Cependant, la Chine, dont la population active augmentait alors de 2 % par an, se retrouve aujourd'hui dans une situation où elle diminue de 1,5 %, et cette baisse est vouée à s'accélérer. Si les gains de productivité arrivent à croître de 6 % par an (ce qui est la fourchette haute et masque une forte hétérogénéité de la productivité selon les provinces chinoises), la croissance économique potentielle (c'est-à-dire une croissance ne générant pas de déséquilibres, surchauffe inflationniste ou endettement) est maintenant réduite autour de 2 ou 2,5 %. La croissance potentielle s'affaiblit donc clairement et structurellement. Elle n'est plus si différente de celle des États-Unis ou d'autres pays développés. Mis à part certains secteurs comme le luxe surfant sur les inégalités économiques et l'immense développement des fortunés chinois, de nombreuses multinationales ne perçoivent plus nécessairement la Chine comme « *the place to be* ».

La baisse de la croissance potentielle en Chine est donc résultante de la double baisse de la démographie et de la moindre croissance des gains de productivité. Cette moindre croissance des gains de productivité semble un mouvement inéluctable observé dans tous les pays développés. Une des explications traditionnellement avancées en est le déplacement de la main-d'œuvre vers les services à plus faible productivité, tels que le commerce, la restauration, l'hôtellerie ou les services non marchands. Or le développement des services s'opère assez rapidement actuellement en Chine et s'avère par ailleurs indispensable au développement du marché

²⁴ David Dollar, Yiping Huang, and Yang Yao, *Global Clout, Domestic Fragility: China's long-term success will depend primarily on addressing its internal challenges*, Summer 2021: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2021/06/the-future-of-china-dollar-huang-yao.htm>

intérieur de la consommation chinoise. Le FMI considère en effet qu'une économie plus orientée vers les services peut mieux augmenter la part des revenus du travail dans la répartition du PIB.

Pour retrouver une croissance potentielle plus élevée, la Chine est obligée de moderniser et optimiser l'usage de ses ressources²⁵ et de monter en gamme dans les processus de production :

- Robotisation.
- Synergies.
- Economies de gammes et effets de réseaux.
- Accélérer la diffusion des technologies avancées et des innovations existantes.
- Favoriser l'entrepreneuriat et les jeunes pousses.
- Investir dans le capital humain et mieux cibler le soutien à l'innovation et à l'esprit d'entreprise.
- Optimisation du management organisationnel des entreprises.
- Réglementation antitrust sur les groupes en position dominante.
- Renforcer la concurrence sur les marchés de produits et de facteurs et créer des conditions de concurrence équitables pour tous les investisseurs.
- Elimination des entreprises zombies qui n'ont plus de marges financières pour investir, former et innover, etc.).

À certains égards, la Chine reste encore plus compétitive que productive, mais ce sursis reposant sur des coûts relativement moindres va être de courte durée. L'enjeu de la productivité est donc la clef.

Le salaire moyen en Chine augmente rapidement et atteint 106 837 CNY par an, soit 14 567 euros (cf. Annexe, graphique 25). Le salaire moyen ne veut toutefois pas dire grand-chose en Chine vu la taille des inégalités et la richesse amassée par le percentile le plus riche. Une étude de l'université de Pékin²⁶ en 2016 suggère que les 1 % les plus riches détiennent plus de 33 % du PIB et les 25 % les moins riches ne représentent que 1 % du PIB. Ces inégalités ont encore considérablement augmenté depuis la crise sanitaire de Covid-19 (comme dans tous les pays du reste). L'index de Gini, généralement utilisé pour quantifier le niveau d'inégalités dénote que la Chine est l'un des pays les plus inégalitaires au monde (cf. Annexe, graphique 26).

Le différentiel est majeur entre les revenus des travailleurs ruraux et urbains. De nombreux travailleurs chinois des grandes villes ont des salaires équivalents à ceux des travailleurs d'Europe de l'Est (Pologne, Lituanie, Estonie). C'est le cas à Shanghai, Pékin ou Shenzhen, qui est encore l'usine de haute technologie d'une grande partie du monde (la Silicon Valley chinoise). Il y a également désormais plus de milliardaires à Shenzhen qu'à New York.

En somme, la croissance des revenus implique un coût supplémentaire pour les entreprises, mais ne se traduit pas nécessairement par des gains de pouvoir d'achat et de consommation pour la majorité de la population. Les plus riches ont par ailleurs tendance à placer leur argent à l'étranger (comme à Singapour par exemple), favorisant les fuites de capitaux.

En raison de la forte hausse des coûts (la pression sur les bonus et salaires variables est aussi de plus en plus forte), Apple accélère en 2022 sa délocalisation et désengage un peu plus sa production chinoise d'iPhone vers l'Inde.

Dans un pays où l'administration économique émane plus qu'ailleurs du pouvoir politique, les analystes et investisseurs scrutent également les déséquilibres et difficultés politiques. Le think tank américain *The Fund for Peace* fournit à cet égard de nombreuses mesures et des index. Sur l'ensemble de ces mesures de fragilité étatique et sociétale, la Chine se démarque encore négativement en comparaison de ses rivaux, même si la dynamique depuis 2015 semble plus défavorable pour les États-Unis ou le Royaume-Uni. L'indicateur note des élites fractionnées et une division des groupes dans la société (cf. Annexe, graphiques 27).

²⁵ Site internet de la Banque mondiale, *The World Bank in China* : <https://www.worldbank.org/en/country/china/overview#3>

²⁶ The Diplomat, *Report: China's 1 Percent Owns 1/3 of Wealth*, 15/01/2016: <https://thediplomat.com/2016/01/report-chinas-1-percent-owns-13-of-wealth/>

En octobre 2022, lors du très symbolique 20^e Congrès du Parti communiste, conscient du souci de fragmentation des élites, le président Xi Jinping s'est entouré d'une équipe de gens totalement loyaux et partageant sa ligne politique. Cela est signe que certaines contestations avaient cours au sein des dirigeants du PCC avec de plus en plus de voix discordantes. À cette occasion, le président chinois a également indiqué qu'il comptait être plus précis et strict sur les aspects réglementaires en Chine, notamment sur les aspects financiers.

Un constat similaire se reproduit sur la plupart des indices politico-économiques, avec une position relative défavorable de la Chine. Ainsi, l'indice de légitimité du gouvernement²⁷ se dégrade, la fuite des cerveaux se poursuit, les services publics restent insuffisants, et ce malgré une amélioration tendancielle, et l'indice de perception de la corruption dans le secteur public demeure élevé. D'après *Transparency International*, la Chine se classe 65^e sur 180 pays en matière de corruption en 2022 (cf. Annexe, graphiques 28, 29 et 30).

En somme, les motifs d'agacements et d'inquiétudes pour la population chinoise ne manquent pas :

- **Craintes sur les retraites.** Les pensions pourraient passer de 5 à 20 % du PIB dans dix ans et la population active baisserait de trois millions par an²⁸. Face à un tel effet ciseau, un système de retraite par répartition semble arithmétiquement intenable (d'autant que les femmes sont autorisées à partir à la retraite à 55 ans et les hommes à 60 ans). Bien qu'il s'agisse d'une « rustine », développer les retraites complémentaires par capitalisation pourrait être envisagé, mais il s'agit d'une mesure d'essence libérale.
- **Secteur public modérément efficace et toujours sujet à de la corruption.** Le système de santé notamment pour les pédiatres et soins aux jeunes enfants doit être rendu moins cher. Les entreprises du secteur public en particulier sont souvent surendettées et ont un souci d'efficacité du capital employé.
- **Fossé de rémunération et de style de vie entre population urbaine et rurale.** Rappelons que la Chine compte environ un cinquième de la population mondiale, mais seulement 7 % de ses terres sont arables en zones rurales.
- **Questionnements autour du système sanitaire.** En termes de dépenses de santé par tête d'habitant, la Chine se classe 73^e mondiale en 2019 au moment de l'irruption du Covid-19.
- **Exaspération durant les longues périodes d'enfermement liées aux confinements** ultras stricts décidés pour faire suite au Covid (politique « zéro Covid »).
- **Refus de certaines mœurs et pratiques sociétales non conformes à la « philosophie socialiste ».** Les tatouages sont interdits, la pratique des jeux vidéo est très encadrée et limitée, l'homosexualité, bien que décriminalisée, est encore mal vue hors des très grandes villes. En somme, il n'y a pas de place pour tout ce qui suggère une « dérive occidentale » et tout ce qui n'est pas « valeurs socialistes » dont le travail est un pilier essentiel.
- **Très forte pression éducative sur la jeunesse chinoise** avec des mouvements de rejet de plus en plus visibles. Un journaliste du New York Times²⁹ recense de nombreux témoignages de jeunes Chinois adeptes du mouvement « *Lying Flat Is Justice* » – « *Tang-Ping* » en chinois ou « s'allonger à plat » en français : « *Je ne travaille plus depuis deux ans, je me contente de traîner et je ne vois rien de mal à cela. [...] Je peux vivre comme Diogène et dormir dans un seau en bois, en profitant du soleil. Je peux vivre comme Héraclite dans une grotte, en réfléchissant aux "logos". [...] S'allonger est mon mouvement philosophique. Ce n'est qu'en s'allongeant que l'Homme peut devenir la mesure de toutes choses* ». « *Les standards de réussite qui infusent la société chinoise ne représentent que stress, fatigue et lassitude* ».

²⁷ Fund for Peace, State legitimacy index : https://www.theglobaleconomy.com/rankings/state_legitimacy_index/Asia/

²⁸ Groupe Crédit Agricole, « Après une année 2022 noire, la Chine souhaite se relancer », *Perspectives, Apériodoque* – n° 23/028 – 27/01/2023 : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/previewPDF/179488>

²⁹ New York Times, *The Chinese Millennials are 'Chilling' and Beijing Isn't Happy*, 10/10/2021 : <https://www.nytimes.com/2021/07/03/world/asia/china-slackers-tangping.html>

- **Une volonté de contrôle sociétal se renforçant à grand renfort de technologies.** Des programmes pilotes pour le système de « crédit social » ont été menés dans plusieurs villes et régions (notamment Shenzhen, Rongcheng et Suining). Cela passe par une identification automatique des individus et un suivi *via* caméra et systèmes digitaux. Chaque « infraction » fait perdre des points réduisant les droits sociaux et civiques. En dessous d'un certain seuil, la stigmatisation publique est pratiquée (visages affichés dans les cinémas), ainsi que des restrictions des libertés civiles (accès aux transports publics refusés, etc.).

Face à l'ensemble de ces éléments suscités, la dynamique sociétale laisse apparaître des mouvements contestataires de plus en plus prononcés³⁰ : actes de désobéissance civile, nombreuses « manifestations populaires » dans la rue ou dans les usines en 2021 et 2022.

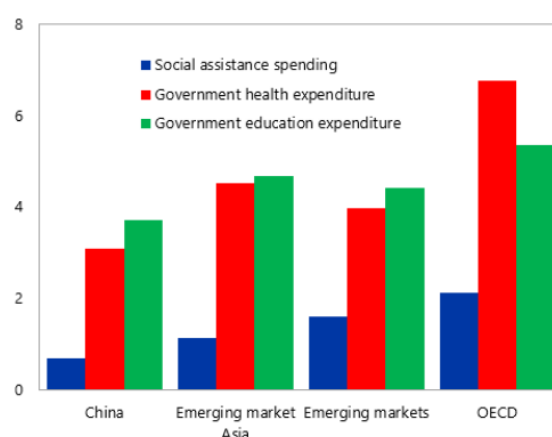
3. POSITIONNEMENT GÉOPOLITIQUE : UN PROJET, DES INVESTISSEMENTS, DES TENSIONS DIPLOMATIQUES

Face aux déséquilibres sus cités, au besoin de rééquilibrage de sa croissance et à celui d'un développement d'une croissance plus qualitative et inclusive, les dépenses domestiques de la Chine sont vouées à augmenter considérablement dans les prochaines années. Pour ne prendre que deux exemples : 1) les tests Covid, imposés à la population des villes toutes les 24 h à 72 h pendant plus d'un an, auront à eux seuls coûté près de 2 % du PIB à l'État chinois ; 2) les dépenses militaires soutenant notamment la stratégie en mer de Chine méridionale ont été multipliées par 10 sur les 20 dernières années : de 25 milliards de dollars en 2000, elles passent à plus de 250 milliards en 2020 (*cf.* Annexe, graphique 31).

Également et surtout, la Chine est en retard sur les dépenses sociales, les dépenses de santé et les dépenses d'éducation. En pourcentage du PIB, ces trois postes de dépenses sont sous-représentés comparés aux pays émergents asiatiques et non asiatiques et en décalage complet avec les standards des pays de l'OCDE.

Graphique L : La Chine a d'immenses dépenses devant elle dans le domaine de l'assistance sociale, de la santé et de l'éducation.

Rebalancing through spending
China's social spending is relatively low.
(social spending in percent of GDP)



Sources: Expenditure Assessment Tool, CEIC, and IMF staff calculations.

Source : <https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/07/25/na072618-chinas-economic-outlook-in-six-charts>

³⁰ Foreign Affairs, Xi Versus the Street: The Protests in China Could Herald a Turbulent New Era, 30/11/2022 : <https://www.foreignaffairs.com/china/xi-versus-street>

Ces dépenses sont internes, mais aussi externes. Depuis quelques années, la Chine a mis l'accent, à travers les « Nouvelles routes de la soie », sur son inclusion continentale avec l'Asie et l'Europe. La Chine ne fournit pas de chiffres officiels sur son montant, mais un rapport de Morgan Stanley de 2017 a estimé que l'investissement total pourrait atteindre 1,3 trillion de dollars d'ici 2027.

Graphique M : Projets terrestres et maritimes des nouvelles routes de la Soie menées par la Chine.



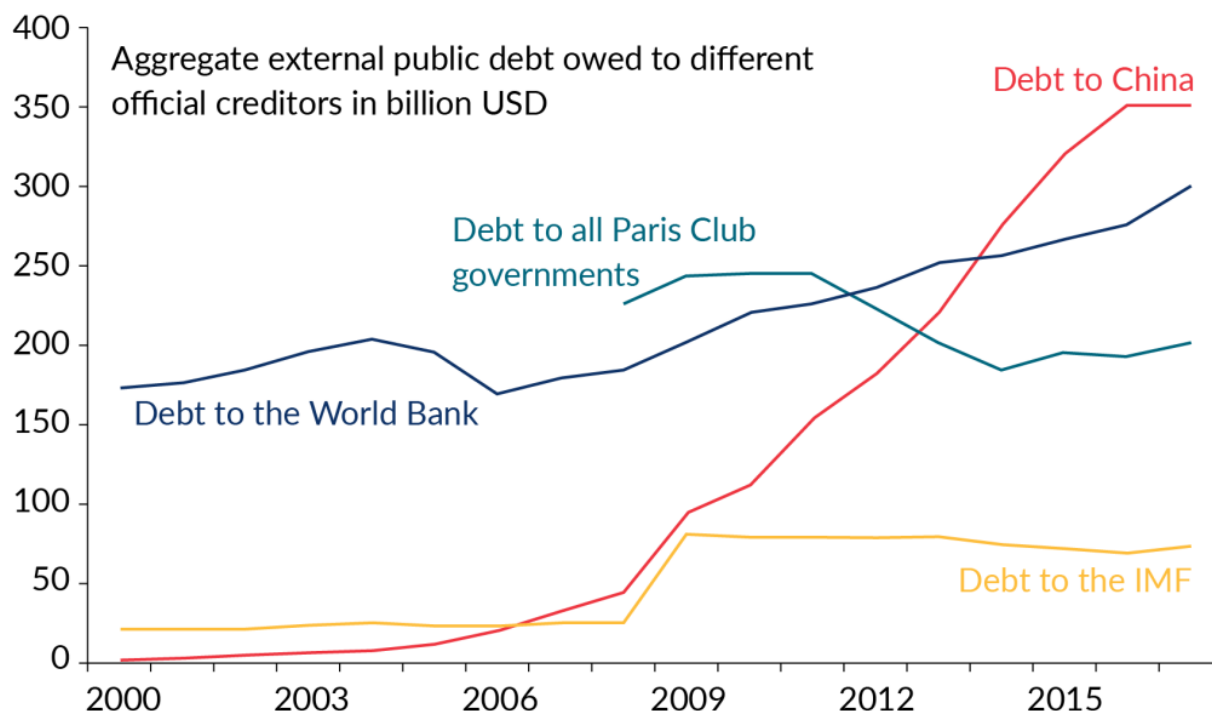
Source : <https://www.dw.com/en/chinas-new-silk-road-faces-resistance-from-india-partners/a-44056399>

L'Organisation de coopération de Shanghai créée en 2001 par la Chine, la Russie et quatre pays d'Asie centrale matérialise ce « projet panasiatique » aussi qualifié de façon plus explicite de projet « post occidentalisme ». Cet accord de sécurité et de coopération économique regroupe plus de 50 % de la population mondiale (avec l'arrivée de l'Inde en 2016). Les « Routes de la soie » impliquent quant à elles plus de 40 pays et ont des volets terrestres ainsi que maritimes. Ces routes comptaient sur le concours de l'armée russe pour la protection des infrastructures. « Qui tient l'Eurasie tient le monde » comme le théorisaient déjà Mackinder dès 1904 dans son ouvrage *Le pivot géographique de l'histoire* ou Zbigniew Brzezinski, conseiller du président américain Carter dans le livre *Le grand échiquier* paru en 1998.

Dans le cadre de l'initiative « Nouvelles routes de la soie », la Chine finance des sommes considérables pour des projets d'infrastructure « clés en main » et « tout en un » (financement, conception, exécution accélérée, ingénierie, formation des travailleurs, infrastructure prête à l'emploi, livraison en temps, etc.). Cette formule est très attrayante pour de nombreux pays pauvres et en développement qui ont d'énormes besoins en infrastructures. Objectivement, aucun autre pays ou organisme international n'est pour l'instant en mesure de fournir des services comparables.

Le ralentissement de la croissance intérieure chinoise suggère un ralentissement de ces investissements extérieurs et une politique rigoureuse, voire sévère, dans leurs recouvrements vis-à-vis des pays débiteurs de la Chine. La Chine est devenue le plus gros créancier de la planète devant le FMI, la Banque Mondiale ou le Club de Paris regroupant les créances agrégées de l'ensemble des prêts des pays riches de l'OCDE.

Graphique N : Devant la Banque Mondiale ou le club des pays créanciers de l'OCDE, la Chine est désormais le plus grand prêteur des pays en développement.



Note: This figure shows aggregate public debt to different official creditors for all 122 developing and emerging market countries contained in the World Bank International Debt Statistics (excluding China). Debt to China is estimated by Horn, Reinhart and Trebesch (2019). Debt to all 22 Paris Club governments is taken from the [Paris Club website](http://www.parisclub.org/) (available since 2008). Debt to the IMF and the World Bank Group (IBRD plus IDA) is from the World Bank's International Debt Statistics.

Source: <https://www.cqdev.org/publication/chinas-overseas-lending-response-our-critics>

La présence des investissements chinois ne concerne pas que les pays africains ou les pays d'Asie centrale, mais aussi les pays d'Amérique latine. Par exemple, les liens de plus en plus poussés entre l'Argentine – possible candidate à l'entrée dans le groupe des BRICS dont la Chine est relativement leader – viennent désormais « chasser » dans le pré carré historique des États-Unis, le continent américain.

À travers les « Routes de la soie », la Chine vient aussi chercher un meilleur ancrage de son influence, l'adoption dans ces pays de ses standards technologiques (la Chine est le pays au monde déposant le plus grand nombre de brevets technologiques) et une assurance d'approvisionnement de minerais critiques. En effet, la Chine détient un grand nombre d'intrants industriels stratégiques (semi-conducteurs, batteries, etc.) produits sur son territoire, mais lorsqu'elle n'est pas autosuffisante sur certains minerais comme le lithium-ion pour les batteries électriques – pourtant le premier marché mondial de vente de véhicules électriques, elle ne possède qu'un tiers de ses besoins en lithium – elle s'emploie alors à racheter des mines exploitées de par le monde. La Chine possède également une part significative des réserves mondiales de terres rares. Elle représente 60 % à 70 % de la production mondiale de terres rares et elle raffinerait environ 80 % à 90 % des terres rares dans le monde, générant ainsi une forte dépendance des pays occidentaux à son égard.

Derrière les avantages indéniables des projets financés par la Chine, certains pays en développement cumulent également de fortes dépendances à son égard, à travers de forts endettements bilatéraux, à la fois commerciaux et financiers.

D'après le journal Les Échos³¹ : « Les 68 pays considérés comme les plus pauvres de la planète devront, cette année déboursier près de 53 milliards de dollars afin de payer leurs créanciers, si l'on en croit les projections réalisées par le Green Finance & Development Center. Selon les données publiées ce lundi par ce centre de recherche installé à Shanghai, 14 milliards de dollars, soit près d'un quart de cette somme, iront dans la poche de la Chine qui reste, et de loin d'un des principaux bailleurs de fonds de ces pays. En 2020, la Chine avait fait un geste plutôt inédit en soutenant le plan d'allègement de la dette du G20 pour les pays les plus pauvres de la planète. Et avaient alors accepté, entre mai 2020 et décembre 2021, de différer quelque 5,7 milliards de dollars de dette. »

Comme indiqué plus haut, en parallèle de ces créances sur les pays en développement, la Chine développe une dépendance financière aux IDE (investissements directs étrangers) venant de l'Occident, ce qui suggère plutôt un facteur de pacification (dépendance réciproque). En raison d'une demande intérieure structurellement faible, la Chine revient à une situation mercantile tirée par les exportations. Tout cela accroît pour le moment la dépendance de la Chine vis-à-vis de l'Occident. Les fuites de capitaux chinois sont en partie compensées par les entrées de capitaux étrangers. L'avantage des IDE étant qu'ils favorisent les liens business sans générer (ou très peu) de dette financière.

Les IDE entre la Chine et les États-Unis en 2022 restent très élevés en dépit des nombreux sujets de dissensions diplomatiques. Cela montre que la communauté des affaires ne croit pas à une rupture/guerre totale entre la Chine et les États-Unis (ni à une escalade militaire sur le cas taïwanais).

Enfin, on ne peut qu'espérer, mais sans certitude, une certaine prise de conscience quant à la stérilité de la guerre commerciale sino-américaine accrue avec le président Trump en 2018 et actuellement exacerbée. En 2020, et encore en août 2022, les États-Unis ont sanctionné les entreprises asiatiques dont les ventes amélioraient la base technologique de la Chine – par exemple, lorsqu'ils ont imposé des contrôles des exportations de haute technologie au fabricant taïwanais de puces TSMC pour mettre fin aux ventes à une filiale du leader chinois des télécommunications, Huawei ou quand ils ont interdit les exportations des puces pour l'intelligence artificielle vers la Chine aux entreprises américaines Nvidia et AMD. De son côté, la Chine a également mis en place un boycott de facto des produits australiens, car Canberra s'est fait l'écho de l'appel de Washington à enquêter sur les origines du coronavirus.

Le reste de l'Asie pourrait ne pas souhaiter se laisser enfermer dans cette vision de jeu à somme nulle entre Washington et Pékin. En dépit des pressions exercées par ces deux géants – la Chine restreignant davantage l'accès à son marché et déployant des outils économiques coercitifs, et les États-Unis tirant parti de l'accès à leur système bancaire, de l'extraterritorialité de son droit et de l'utilisation du dollar pour les transactions commerciales – 11 pays asiatiques ont conclu l'accord global et progressif pour le partenariat transpacifique (appelé CPTPP), sans que ni les États-Unis ni la Chine ne soient partis à l'accord.

Tous ces éléments finissent par coûter cher à la Chine qui doit désormais chercher à repacifier ses relations extérieures. L'affaiblissement économique de la Chine affaiblit mécaniquement sa puissance politique. Est-ce à dire que les États-Unis vont gagner la guerre de « l'hégémonie » face à une Chine engluée dans ses déséquilibres internes ? Ce serait oublier que les États-Unis sont eux-mêmes aux prises avec de graves problèmes sociétaux et d'endettement. Le monde unipolaire des États-Unis seule superpuissance n'est plus, mais n'est pas nécessairement remplacé par un monde multipolaire dont la Chine serait chef de file du continent eurasiatique, en contrepoids de l'Occident. En effet les ambitions des pays d'Asie et du Moyen-Orient ne constituent pas un tout homogène ni sur le plan politique ni économique, et encore moins un front structuré anti-occidental. Nous serions donc moins dans un monde monopolaire ou multipolaire que dans un monde apolaire aux équilibres multiples, mais aussi instables et volatiles.

³¹ Les Échos, *Dette : la Chine va recevoir 14 milliards de dollars des pays les plus pauvres en 2022*, 21/03/2022 : <https://www.lesechos.fr/monde/enjeux-internationaux/dette-la-chine-va-recevoir-14-milliards-de-dollars-des-pays-les-plus-pauvres-en-2022-1395065>

SYNTHÈSE DES RECOMMANDATIONS

QUELLES POLITIQUES
ÉCONOMIQUES POUR RÉALISER
UNE CROISSANCE MOINS
DÉSÉQUILIBRÉE ?

SYNTHÈSE DES RECOMMANDATIONS : QUELLES POLITIQUES ÉCONOMIQUES POUR RÉALISER UNE CROISSANCE MOINS DÉSÉQUILIBRÉE ?

Les gouvernements chinois sont réputés être réfléchis et chérir la croissance économique. Toute impulsion de politique économique est toujours mise en œuvre si les chiffres de la croissance sont inférieurs aux objectifs. En raison de l'inflation modérée (environ 2 % en 2022), les autorités disposent encore de certaines marges de manœuvre budgétaires et monétaires. Cependant, les déséquilibres accumulés au fil des années se sont mus en contraintes structurelles : la quadrature du cercle pour certains. D'aucuns parlent même d'apories économiques pour qualifier une situation dans laquelle l'habileté ou le volontarisme politique pourraient être insuffisants. Face à l'impasse apparente, y a-t-il une sortie par le haut ?

Michel Aglietta rappelait déjà en 2012³² que « *les intellectuels occidentaux ont du mal à admettre qu'une voie chinoise différente de notre démocratie formelle est possible pour établir les relations entre le politique et la société civile capable de gérer les problèmes du XXI^e siècle.* »

Le gouvernement chinois s'est déjà engagé dans de nombreuses réformes, mais bon nombre d'entre elles restent inachevées. L'édition hivernale 2019 de *The China Dashboard*, qui suit les objectifs de réforme décidés lors du troisième plénum de 2013, montre d'ailleurs que les réformes ne progressent pas dans huit domaines sur dix. L'un des domaines où les réformes « reculent » est par exemple la refonte des entreprises publiques ; les rôles des entreprises d'État dans l'affectation des ressources progressent alors que le rôle du secteur privé diminue. Cela s'explique notamment par le fait que les entreprises publiques jouissent d'un accès préférentiel au crédit par rapport au secteur privé.

La relance des dépenses de consommation a également fait l'objet à nouveau d'une attention particulière lors de la Conférence centrale sur l'économie, qui s'est tenue à la mi-décembre 2022. Cette conférence annuelle est considérée comme particulièrement importante, car elle s'est tenue juste après le 20^e Congrès du Parti et peut donc être considérée comme une déclaration d'intention pour la nouvelle administration de Xi Jinping. À plus long terme, Pékin entend réaliser son objectif de « prospérité commune » en augmentant considérablement le nombre de personnes appartenant à la cohorte des « revenus moyens ». Plusieurs analystes voient un retour au « pragmatisme » dans l'élaboration de la politique économique après une dérive étatiste ces dernières années. Lors du congrès, Xi Jinping a clairement exprimé le besoin de « *fournir un environnement favorable à l'entreprise privée* ».

La présente étude a identifié l'ensemble des éléments ci-dessous comme prioritaires. Hélas, il s'agit d'un « inventaire à la Prévert » même si les déséquilibres économiques actuels appellent des réponses fortes et multidimensionnelles. Il ne s'agit toutefois pas de dénaturer l'approche chinoise historique en matière de réformes économiques : le gradualisme et l'expérimentalisme, ou « *traverser le fleuve en sentant les pierres* »³³ (comme illustrées par les fameuses zones économiques spéciales).

Il devient toutefois urgent pour la Chine de :

- Sortir de la trappe des pays à revenus intermédiaires.
- Échapper au piège de la dette.
- Maintenir sous contrôle la croissance du crédit.
- Assainir le système bancaire parallèle qui ne cesse de se développer.
- Épurier le secteur immobilier.

³² L'Humanité, Michel Aglietta. « *La Chine peut inventer un système original d'harmonie sociale* », 01/11/2012 : <https://www.humanite.fr/michel-aglietta-la-chine-peut-inventer-un-systeme-original-dharmonie-sociale>

³³ China Briefing, *Réforme économique en Chine : progrès en cours et perspectives d'avenir*, 19/05/2019 : <https://www.china-briefing.com/news/reforme-economique-en-chine-progres-en-cours-et-perspectives-davenir/>

SYNTHÈSE DES RECOMMANDATIONS :

QUELLES POLITIQUES ÉCONOMIQUES POUR RÉALISER UNE CROISSANCE MOINS DÉSÉQUILIBRÉE ?

- Faire face aux défis environnementaux qui coûtent plusieurs milliards de dollars chaque année à l'économie chinoise.
- Limiter les fraudes et la corruption, au-delà du simple but de pérennisation du pouvoir en place de Xi Jinping, ce dernier étant désormais potentiellement « président à vie ».

Ces objectifs ne seront pas réalisables sans le développement des services – qui ont souvent des traits plus « libéraux » dans leur mode d'organisation que l'industrie – une plus grande place aux PME innovantes, la rénovation de la finance (sortir de la logique de « *book maker* ») et la mise en œuvre d'une réglementation plus stricte sur les organismes financiers non bancaires.

Sans préjuger du séquentiel ou de l'ordre des priorités, les réformes devront s'attacher à :

- **Traiter efficacement du problème des dettes *corporate*** : trier les créances, comptabiliser les pertes, partager la charge, améliorer le cadre juridique de l'insolvabilité, faciliter la transition et les politiques actives contre le chômage, élargir la couverture de l'assurance chômage, faciliter l'entrée sur le marché, améliorer les finances des collectivités locales.
- **Traiter l'important enjeu démographique**. Il s'agit de contrer le coût trop élevé des études et du logement, conséquences d'une pression urbaine extrêmement forte et d'un secteur immobilier encore trop inaccessible. Le gouvernement semble donc contraint à amplifier ce qu'il a déjà essayé en vain pour le moment : accentuer les allocations, subventionner les activités extrascolaires, allonger le congé maternité et ajouter un congé paternité. L'idée d'abandonner la sinisation des provinces composées d'ethnies non Han et de laisser libre cours à la migration interne est également parfois évoquée, mais elle est d'ordre extrêmement politique.
- **Enfin, mais il s'agit de « recettes » libérales, les marchés financiers chinois devraient favoriser un développement accru des investissements de portefeuille internationaux**. Cela passe par :
 - o Des institutions judiciaires indépendantes.
 - o La clarification sur les droits des créanciers.
 - o Une standardisation et transparence sur les normes comptables financières et extrafinancières (*reporting ESG*).
 - o Une réglementation prudente des acteurs financiers.
 - o Un classement des risques liés aux actifs financiers plus précautionneux et graduel.
 - o Des teneurs de marchés actifs et assurant une liquidité suffisante.
 - o Des exigences claires en matière d'information.
 - o Des agences de notation indépendantes (la méthodologie de l'agence de notation Dagong laisse toujours perplexe et manque de transparence).

Dans ces conditions, le gouvernement aurait tous les moyens d'une régulation d'une économie mixte au service des intérêts de la Chine. Ces intérêts chinois coïncideraient du reste avec les intérêts de la communauté financière internationale. Le montant de l'endettement chinois et l'ouverture inéluctable aux capitaux internationaux vont augmenter l'effet « chambre d'écho » et les effets de résonnance entre les marchés de capitaux chinois, japonais et occidentaux.

En parallèle, la Chine doit continuer à tenter le développement de sa monnaie numérique³⁴. La Chine ambitionne en effet d'être le premier grand pays à émettre une monnaie numérique souveraine, le e-yuan. Les tests ont commencé à grande échelle dans ce pays où le paiement mobile est déjà populaire. En décembre 2021³⁵, des clients ont pu payer en e-yuan dans 10 000 commerces de la ville de Suzhou. Un objectif de politique économique non avoué est sans doute de supprimer à terme les paiements en espèces pour atteindre un but ultime quasi inatteignable autrement : tracer tous les paiements et endiguer la plupart des fraudes, les paiements « au noir »

³⁴ Amaury Goguel, *Monnaies digitales privées et publiques, l'avenir de la monnaie ?*, 07/02/2022 : <https://knowledge.skema-bs.fr/monnaies-digitales-privées-publiques-avenir-monnaie/>

³⁵ Les Échos, *A Suzhou, la Chine prépare la fin du cash*, 05/01/2021 : <https://www.lesechos.fr/monde/chine/a-suzhou-la-chine-prepare-la-fin-du-cash-1278091>

SYNTHÈSE DES RECOMMANDATIONS :

QUELLES POLITIQUES ÉCONOMIQUES POUR RÉALISER UNE CROISSANCE MOINS DÉSÉQUILBRÉE ?

non déclarés, la « petite » fraude fiscale ou encore les paiements illégaux (trafics de drogue, financement des activités terroristes, etc.).

Le vieillissement de la population chinoise et la difficulté de prise en main d'une monnaie digitale retardent néanmoins ces derniers objectifs

- Contourner les blocages éventuels dans les canaux du crédit bancaire.
- Endiguer le « *shadow banking* ».
- Contourner les marchés interbancaires et éviter de venir perturber les taux d'intérêts bancaires.

Il faut toujours garder en tête que les déséquilibres chinois ont un impact sur le monde, non plus seulement à travers les effets commerciaux et les effets d'entraînement sur la croissance mondiale, mais également au travers d'effets soubresauts voire plus sur la finance mondiale. La Chine n'est clairement plus un pays émergeant, mais un pays émergé. Certains déséquilibres n'en sont que plus visibles et impactants.

Les recommandations faites dans ce rapport peuvent apparaître d'essence libérale. Bien qu'elles soient étayées, nous ne pouvons nier qu'elles reflètent partiellement certains thèmes du « consensus du Washington ». Il est acquis que la Chine va tout faire pour ne pas rester enfermée dans un modèle libéral et occidental, appuyée par ses partenaires des BRICS de plus en plus nombreux (l'Argentine par exemple qui rejoindra probablement ce club). Les instructions du FMI et des économistes libéraux sont remises en cause par la Chine (Joseph Stiglitz, très sceptique sur le consensus de Washington fait partie des rares économistes occidentaux respectés en Chine). Pourtant, le FMI reconnaît les erreurs du consensus de Washington et les vertus du modèle chinois dans les premières étapes de développement. Les recommandations de ce rapport ne contestent donc pas ce qui a été fait à travers cette approche chinoise « très régulée et administrée ». Ce rapport propose plutôt une feuille de route pour « l'après », le passage d'une économie émergée à une économie développée, cherchant à s'intégrer de façon cohérente et stable dans les mécanismes de la finance internationale. Il propose enfin des voies de sorties lorsque le volontarisme étatique ne suffit plus toujours face à l'ampleur des déséquilibres. Comme disent souvent les financiers, il n'est pas possible de lutter contre la marée. Le légendaire investisseur américain Warren Buffett précisait non sans humour que « *c'est quand la mer se retire qu'on voit ceux qui se baignent nus* » (c'est-à-dire ceux insuffisamment diversifiés et fragiles face aux aléas). La diversification des approches politiques et économiques ne peut-être que vertueuse.

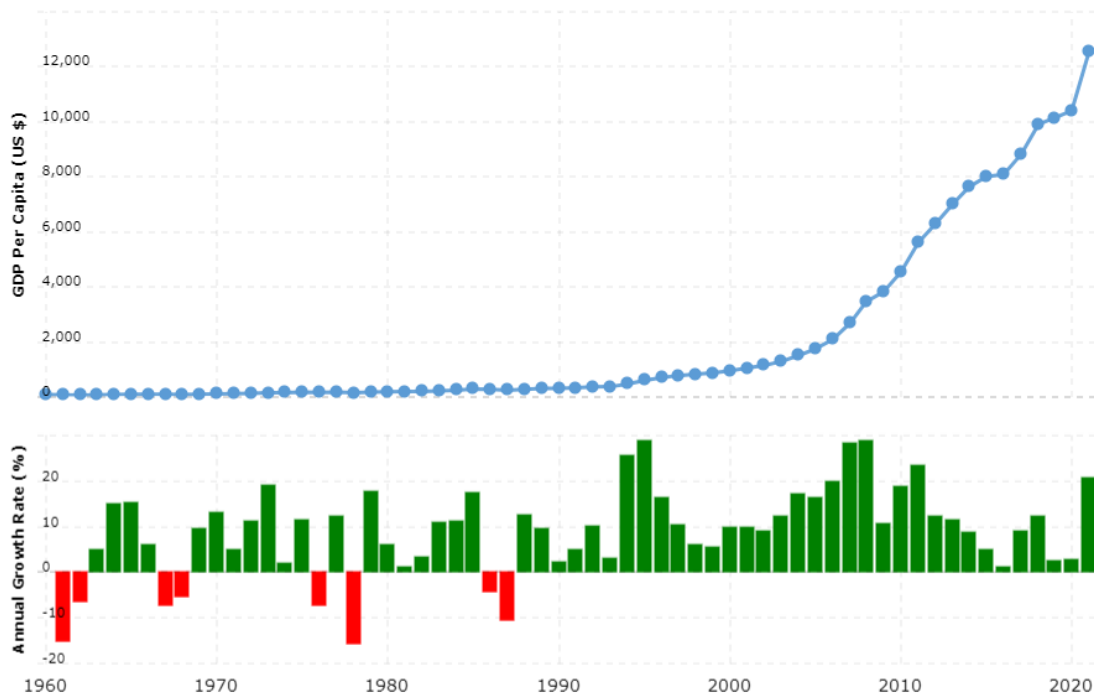
...

ANNEXE

GRAPHIQUES

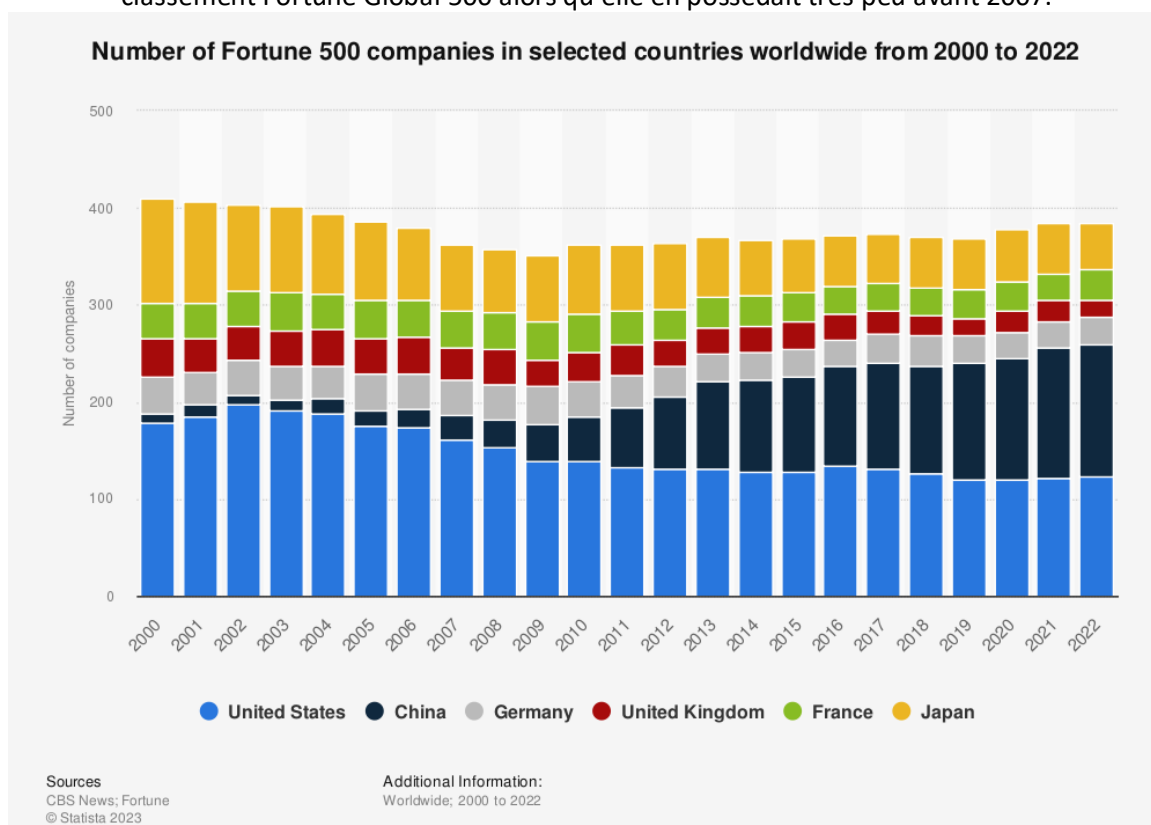
CHAPITRE I : FAITS STYLISÉS : DES DÉSÉQUILIBRES MASQUÉS DERRIÈRE DE GRANDES RÉUSSITES

Graphique 1 : Croissance du PIB par habitant, une spectaculaire hausse depuis 2007.



Source : <https://www.macrotrends.net/countries/CHN/china/gdp-per-capita>

Graphique 2 : Depuis 2020, la Chine surpasse les États-Unis en nombre d'entreprises figurant au classement Fortune Global 500 alors qu'elle en possédait très peu avant 2007.



Source : <https://www.statista.com/statistics/1204099/number-fortune-500-companies-worldwide-country/>

Graphique 3 :

Chine, 1^{er} pays producteur sur la plupart des énergies renouvelables (solaire, vent, hydraulique)

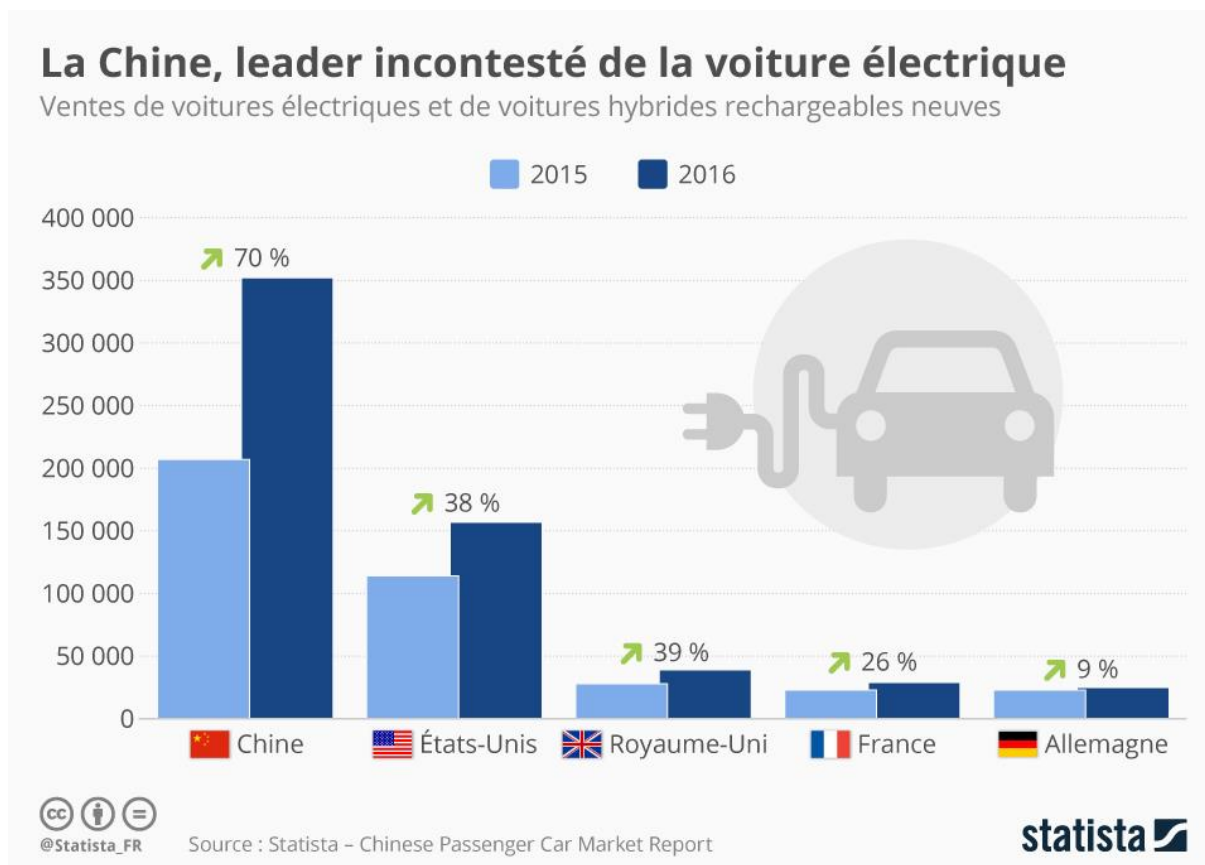
Countries ▲ ▼	Solar electricity capacity, 2020 ▲ ▼	Global rank
China	254.36	1
USA	75.64	2
Japan	67	3
Germany	53.78	4
India	39.21	5

Countries ▲ ▼	Wind electricity capacity, 2020 ▲ ▼	Global rank
China	281.99	1
USA	118.38	2
Germany	62.18	3
India	38.56	4
Spain	27.09	5

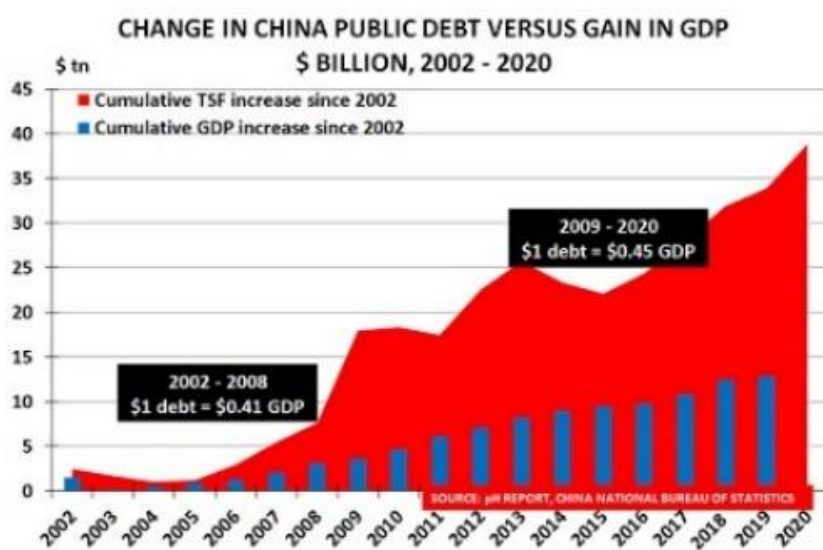
Countries ▲ ▼	Hydroelectricity capacity, 2020 ▲ ▼	Global rank
China	338.67	1
Brazil	109.24	2
Canada	81.82	3
USA	79.92	4
Russia	48.53	5

Source : <https://www.theglobaleconomy.com/>

Graphique 4 : La Chine écrase la concurrence dans les ventes de véhicules électriques, dont les batteries restent largement produites avec de l'énergie ultra carbonnée malgré la construction à grande vitesse de nombreuses centrales nucléaires encore très insuffisantes.

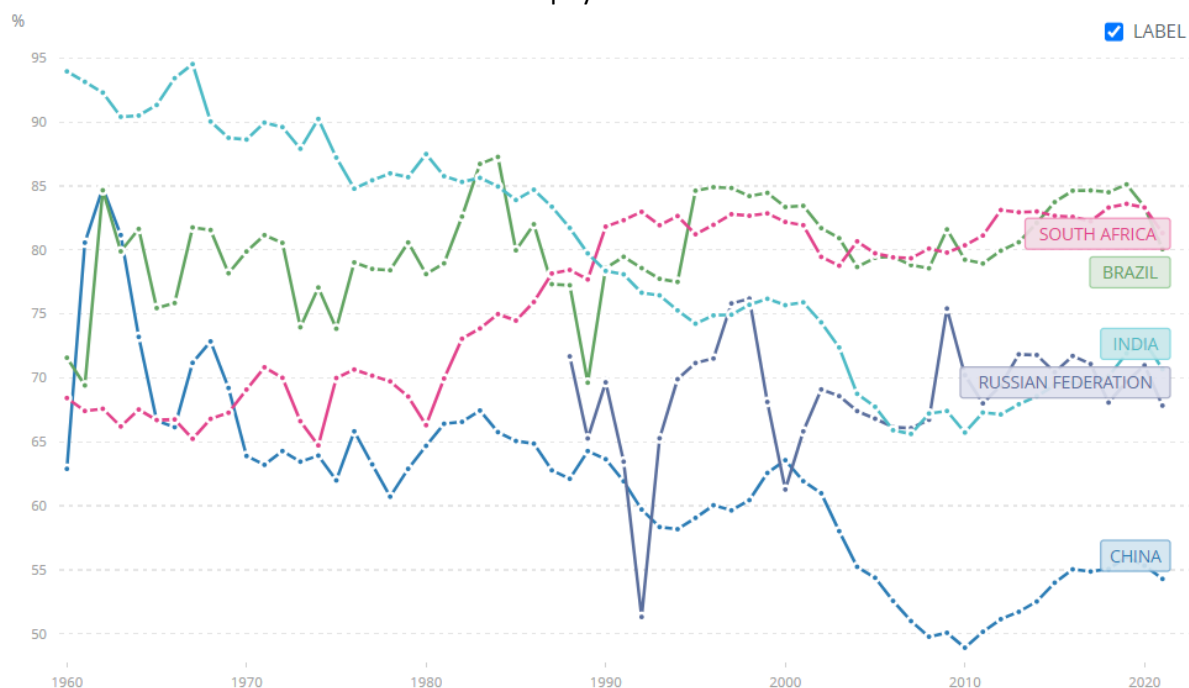


Graphique 5 : Depuis 2007, chaque unité de croissance requiert de plus en plus d'unités de dette (en milliard de \$) entre 2002-2022.



Source : <https://www.icas.com/chemicals-and-the-economy/2021/03/chinas-dual-circulation-policy-aims-to-reduce-debt-reliance/>

Graphique 6 : La part de la consommation domestique (% du PIB) reste très faible comparée aux autres pays des BRICS.

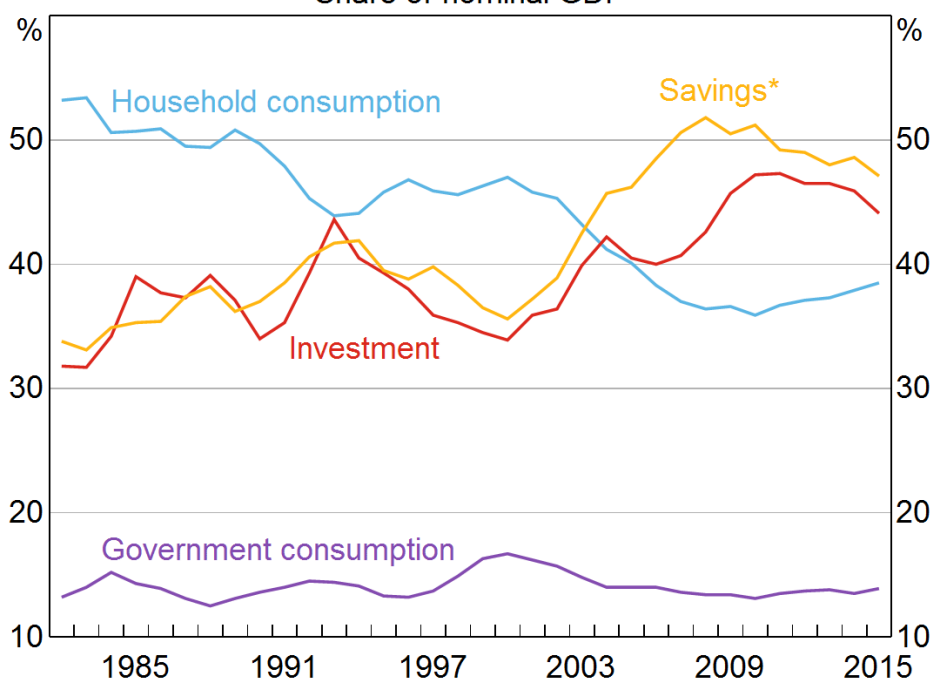


Source : Banque mondiale, Dépenses de consommation finale (% du PIB) – Chine, Brésil, Russie, Afrique du Sud et Inde, 1960-2021, <https://data.worldbank.org/>

Graphique 7 : Consommation des ménages (ligne bleue) et taux d'épargne (ligne jaune) évoluent en miroir, dénotant sans surprise de la corrélation inverse entre les deux variables.

China – Aggregate Demand Components

Share of nominal GDP

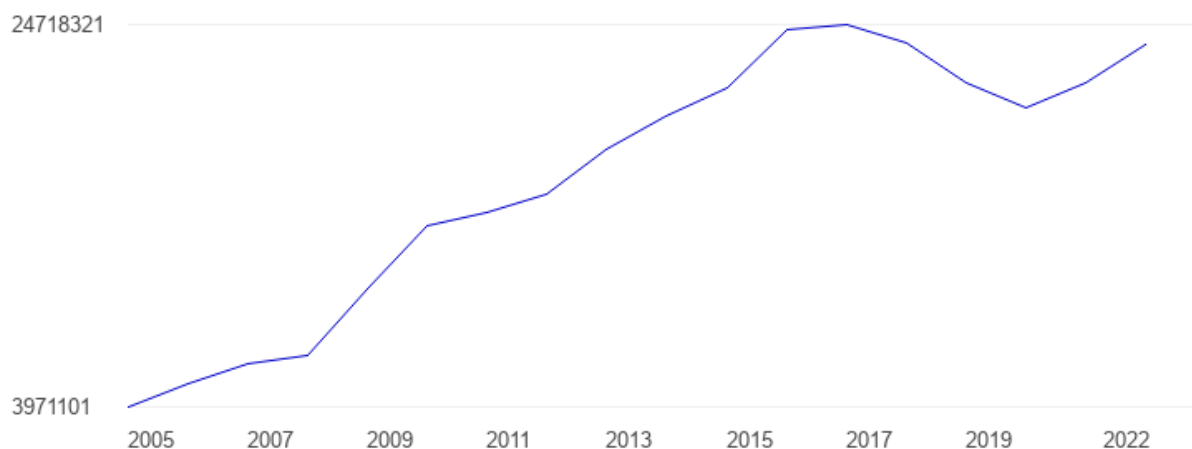


* Investment (gross capital formation) plus current account balance

Sources: CEIC Data; RBA

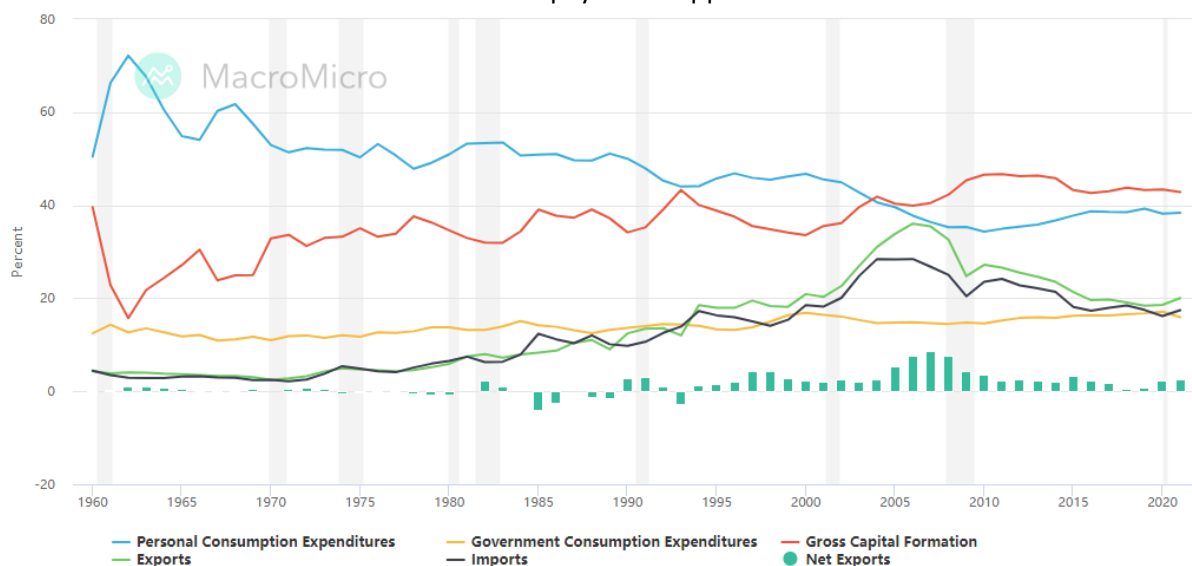
Source : <https://www.rba.gov.au/speeches/2016/sp-ag-2016-06-16.html>

Graphique 8 : La croissance chinoise n'est plus pourvoyeuse du même accroissement de pouvoir d'achat depuis 2015 comme en témoignage la stagnation des ventes de véhicules neufs pour passagers.



Source : https://www.theglobaleconomy.com/China/passenger_cars_sales/

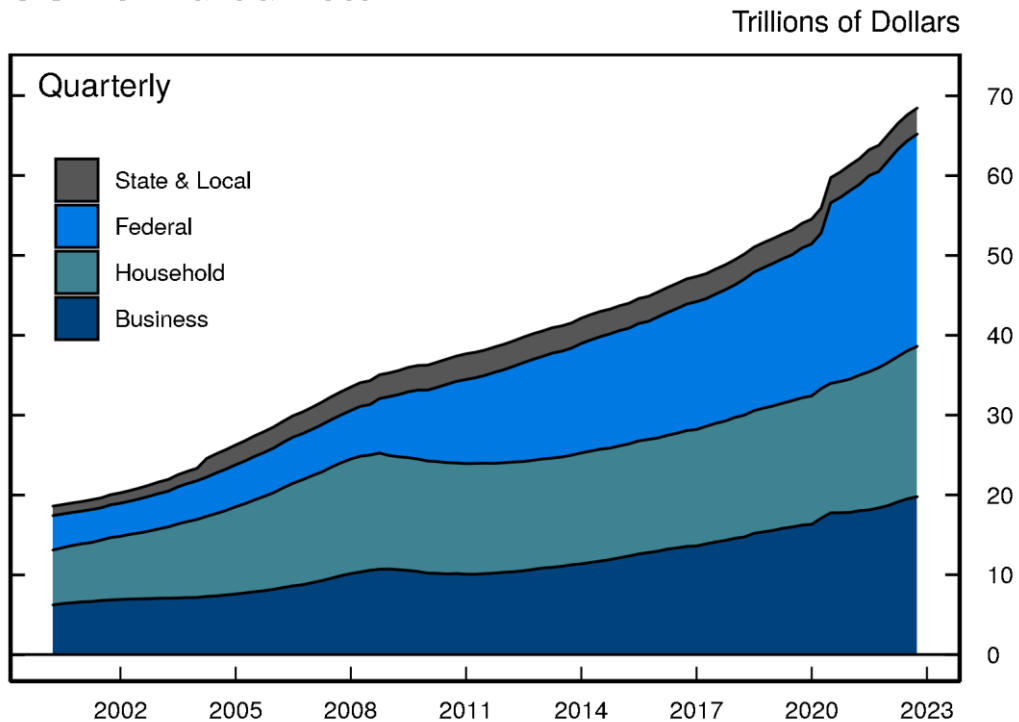
Graphique 9 : Dans les composantes du PIB chinois, la consommation reste inférieure aux montants d'investissements dans la formation de capital. Cette dominance de l'investissement n'existe pas chez les pays développés.



Source : <https://en.macromicro.me/collections/22/cn-gdp-relative/984/cn-gdp-percentage>

Graphique 10 : La dette des États-Unis est largement composée de l'endettement des ménages (partie verte).

U.S. Nonfinancial Debt



Source : https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20221209/html/recent_developments.htm

Graphique 11 : Depuis 2020, les exportations repartent à la hausse.



TRADINGECONOMICS.COM | GENERAL ADMINISTRATION OF CUSTOMS

Source : <https://tradingeconomics.com/china/exports>

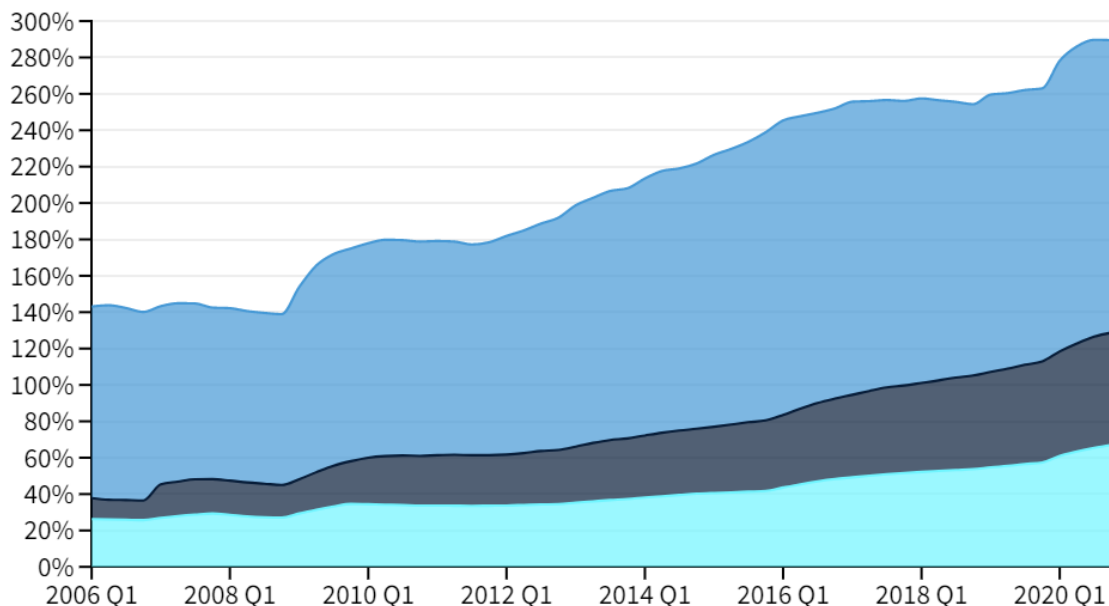
CHAPITRE II : FINANCER LE NÉCESSAIRE RÉÉQUILIBRAGE DE L'ÉCONOMIE CHINOISE

Graphique 12 : La dette des entreprises inquiète particulièrement : un total de plus de 160 % du PIB.

China's domestic debt

Debt-to-GDP ratios of the three main components

General government Households* Non-financial corporations

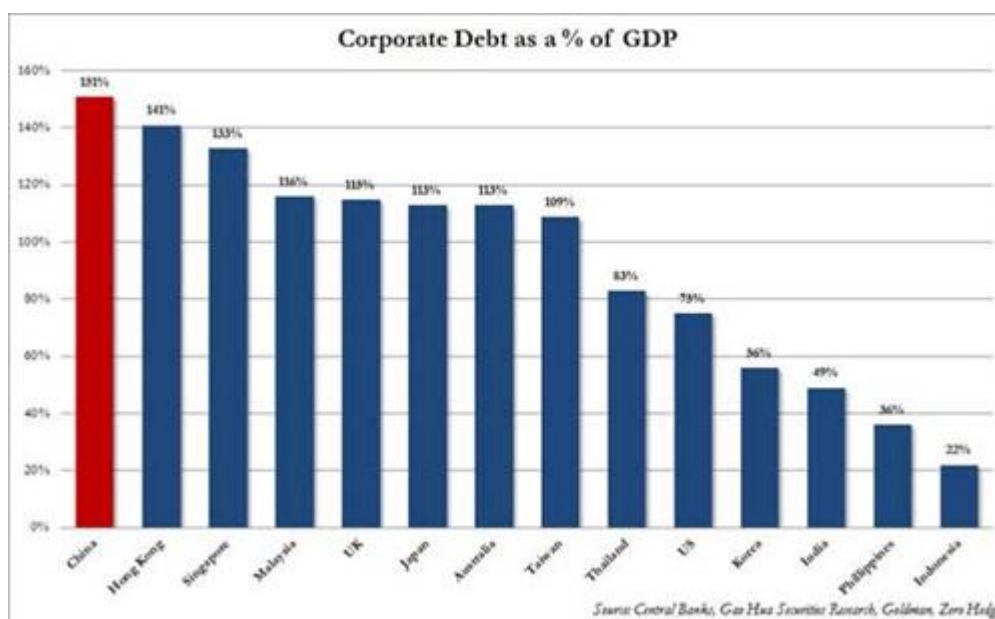


Source: Bank of International Settlements • * Data include non-profit institutions serving households



Source : <https://www.cnbc.com/2021/06/29/china-economy-charts-show-how-much-debt-has-grown.html>

Graphique 13 : Les dettes de la Chine et de Hong Kong surclassent celles des autres pays.



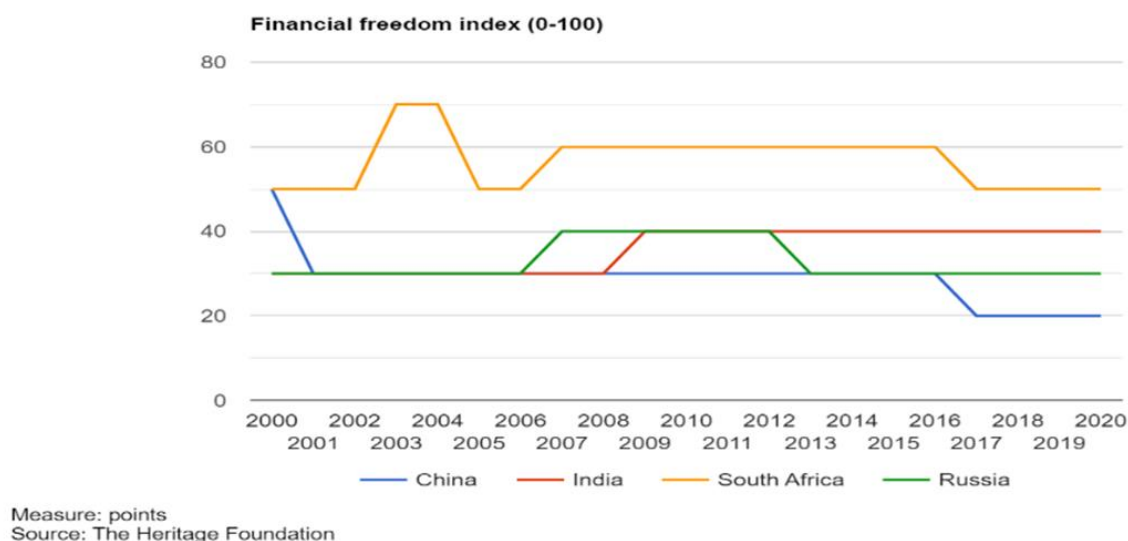
Source : <http://www.ecns.cn/business/2012/11-07/34190.shtml>

Graphiques 14 : Le montant total des défauts explose depuis l'été 2018.



Source : <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-09/china-s-record-surge-of-defaults-driven-by-property-developers#xj4y7vzkg>

Graphique 15 : La Chine définitivement dans le bas du classement en termes de liberté financière avec même une détérioration additionnelle en 2017.



Cet indice de liberté financière évalue : l'étendue de la réglementation gouvernementale des services financiers, le degré d'intervention de l'État dans les banques et autres entreprises financières par le biais de la propriété directe et indirecte, l'étendue du développement des marchés financiers et des capitaux, l'influence du gouvernement sur l'allocation du crédit et l'ouverture à la concurrence étrangère. Des valeurs d'indice plus élevées dénotent l'efficacité des banques et l'indépendance par rapport au contrôle et à l'interférence du gouvernement dans le secteur financier.

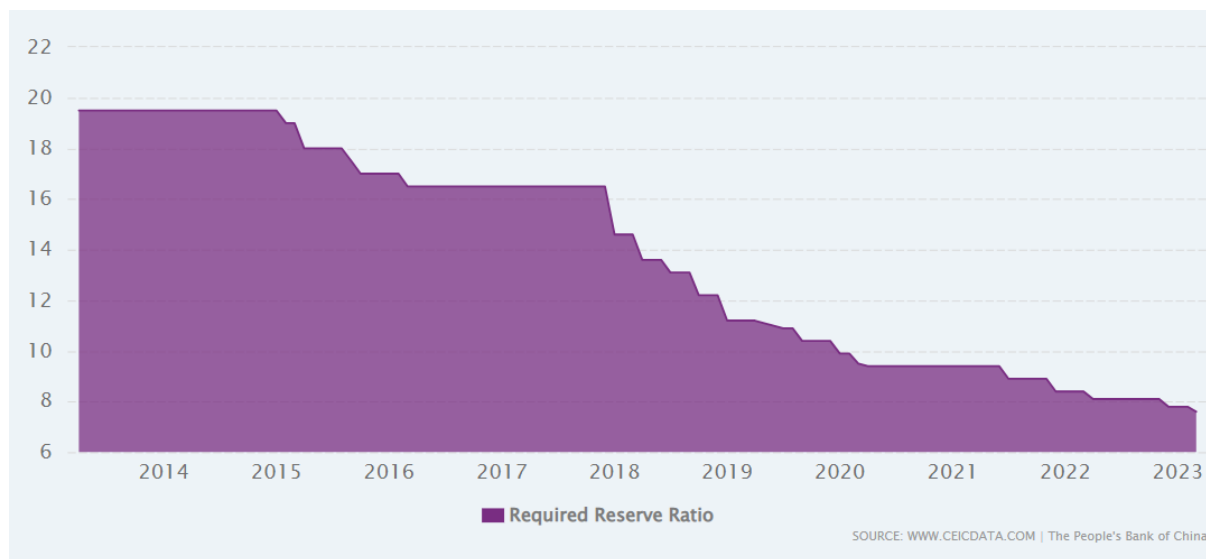
Source : <https://www.theglobaleconomy.com/>

Graphique 16 : Le renflouement des promoteurs immobiliers semble être la seule option, mais le coût est extrême.



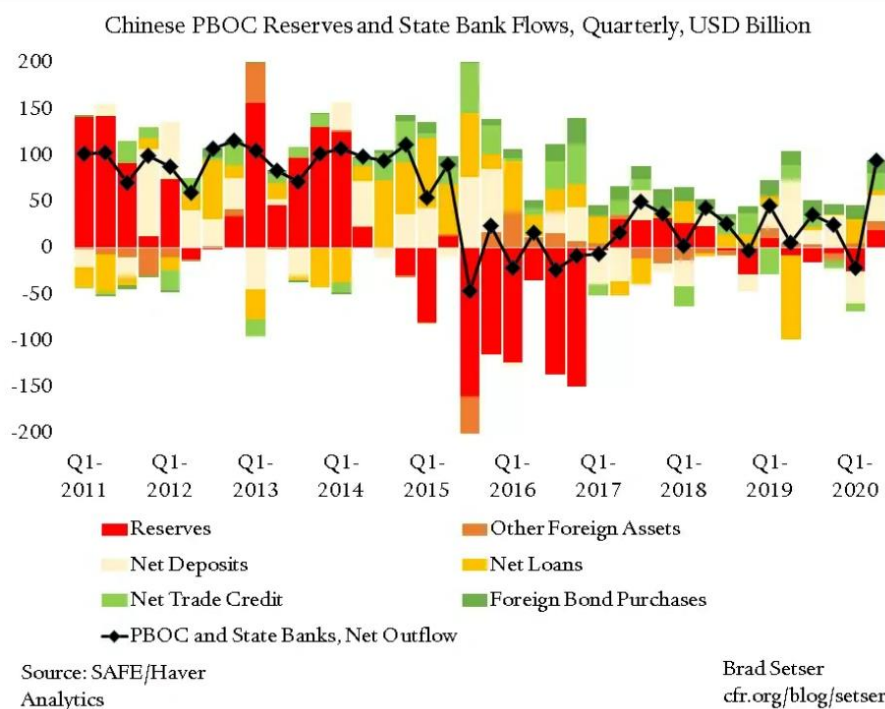
Sources : <https://fortune.com/2021/12/02/chinese-real-estate-investing-home-ownership-evergrande/> et <https://geopoliticalfutures.com/real-estate-is-chinas-biggest-economic-vulnerability/>

Graphique 17 : Montant des réserves officielles de la Banque de Chine, % du PIB, une baisse inquiétante



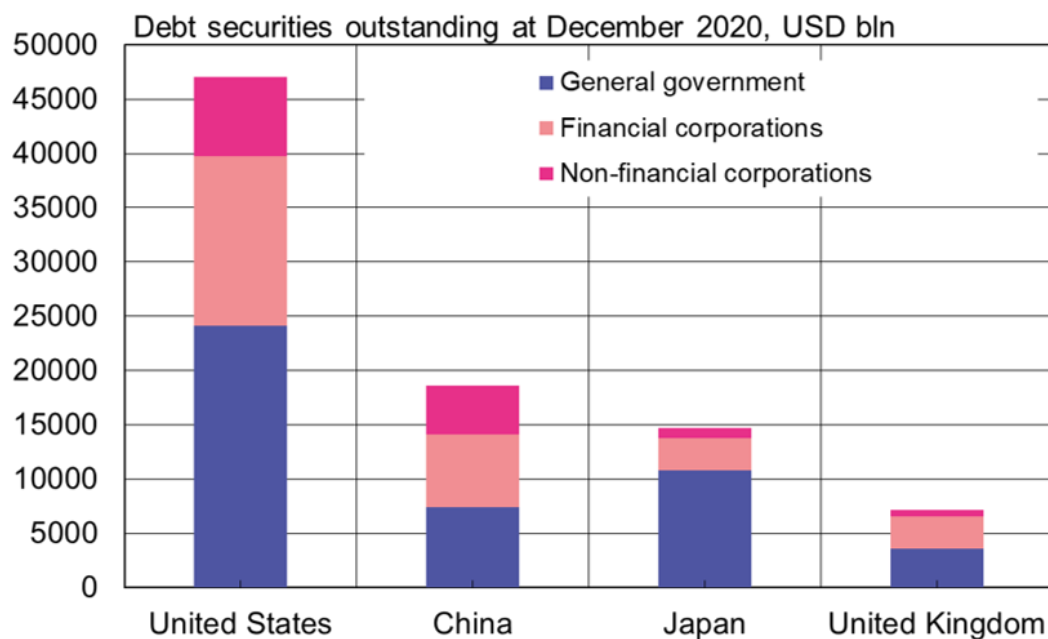
Source : <https://www.ceicdata.com/en/indicator/china/foreign-exchange-reserves--of-gdp>

Graphique 18 : Chasser les ombres dans les données de la balance des paiements de la Chine.



Source : <https://www.cfr.org/blog/chasing-shadows-chinas-balance-payments-data>

Graphique 19 : Les marchés obligataires chinois dépassent ceux du Japon, mais sont moins internationalisés



Source : https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2021/vw202130_2/

Graphique 20 : La propriété étrangère des dettes échangeables chinoises augmente, mais reste très marginale. Le marché est dominé par les investisseurs institutionnels chinois.



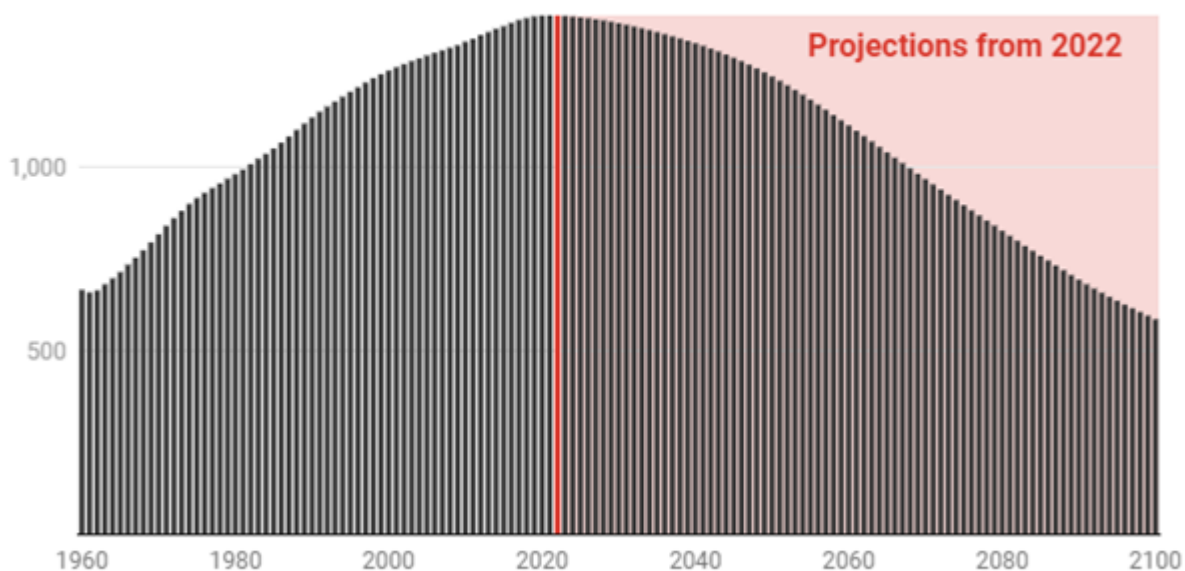
Source : <https://www.ft.com/content/7e2d1cae-8033-45b1-811c-bc7d4a413e33>

CHAPITRE III : ASSURER LA SOUTENABILITÉ DU MODÈLE ÉCONOMIQUE

Graphique 21 : La population chinoise pourrait baisser aussi vite qu'elle a augmenté entre 1960 et 2020.

China's population and projections

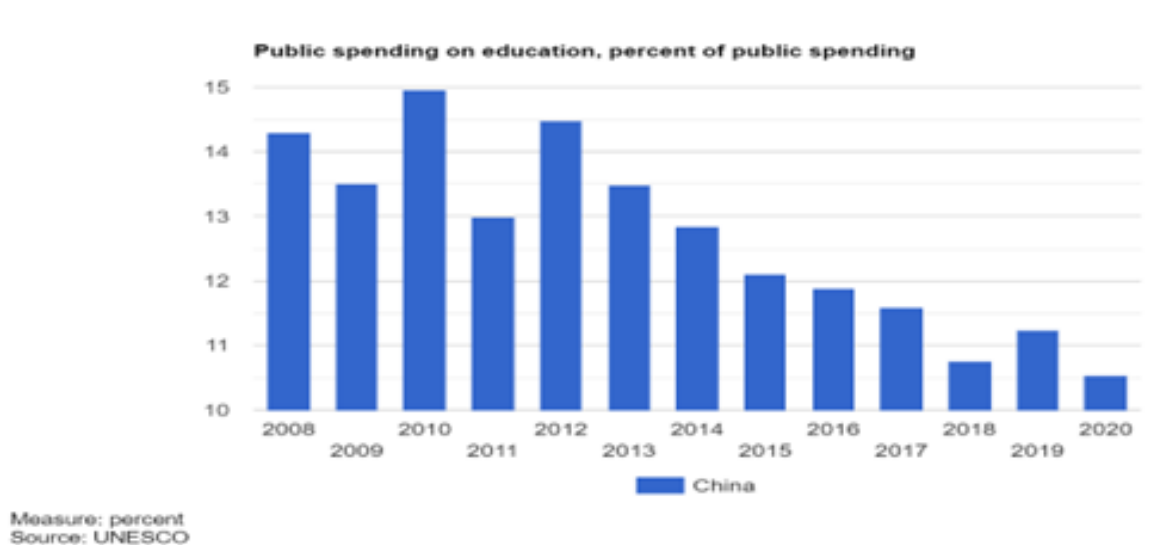
Total population, millions



Source: Shanghai Academy of Social Sciences • [Get the data](#)

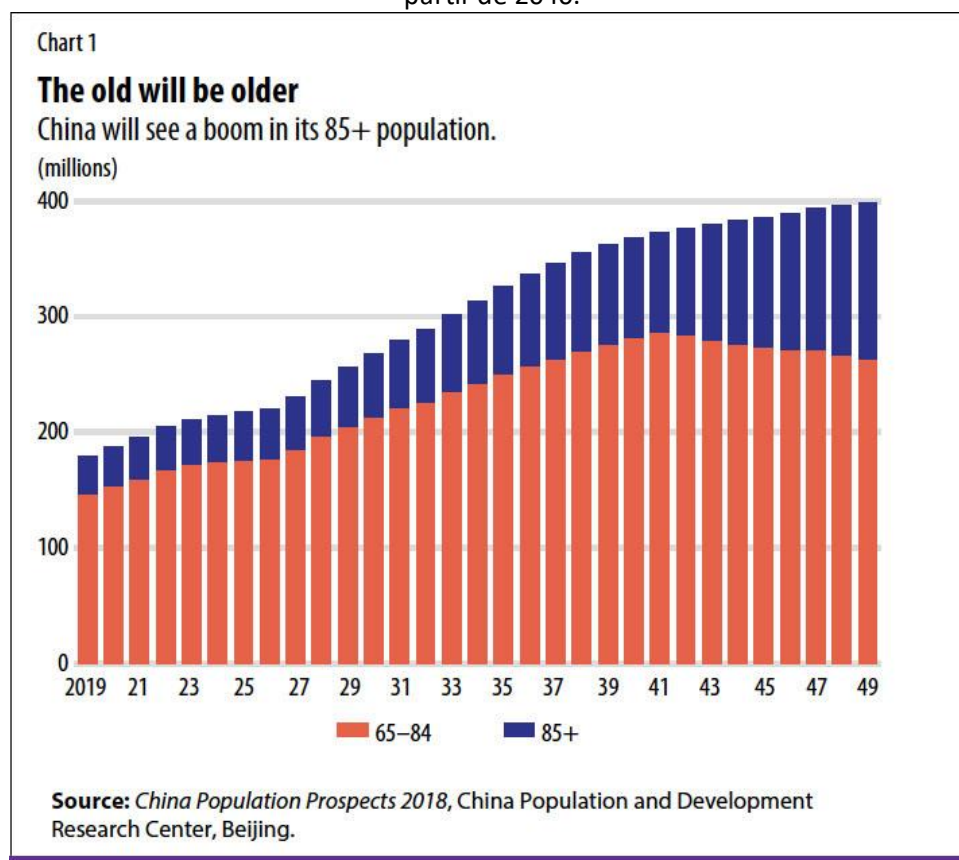
Source : <https://www.weforum.org/agenda/2022/07/china-population-shrink-60-years-world/>

Graphique 22 : La part des dépenses chinoises dans l'éducation a tendance à décliner et n'apparaît pas comme une priorité.



Source : <https://www.theglobaleconomy.com/compare-countries/>

Graphique 23 : La population retraitée devrait continuer à augmenter pendant plusieurs dizaines d'années en raison de l'allongement de la durée de la vie et de la forte hausse des plus de 85 ans à partir de 2040.

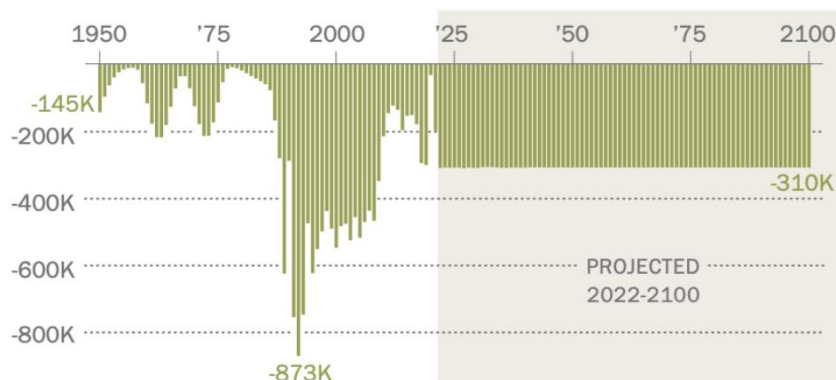


Source : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2021/06/the-future-of-china-dollar-huang-yao.htm>

Graphique 24 : L'émigration accentue le problème démographique pour la Chine – par différence avec d'autres pays comme l'Allemagne compensant une faible démographie par une forte immigration.

More people typically migrate out of China than into it

Net number of migrants



Note: The net number of migrants is the number of immigrants minus the number of emigrants. The projection depicted is the UN's medium variant scenario.

Source: UN Population Division's World Population Prospects: The 2022 Revision.

PEW RESEARCH CENTER

Source : https://www.pewresearch.org/short-reads/2022/12/05/key-facts-about-chinas-declining-population/ft_2022-12-5_china-population_05/

Graphique 25 : Le « salaire moyen » augmente très vite en Chine (même si c'est un indicateur imparfait).

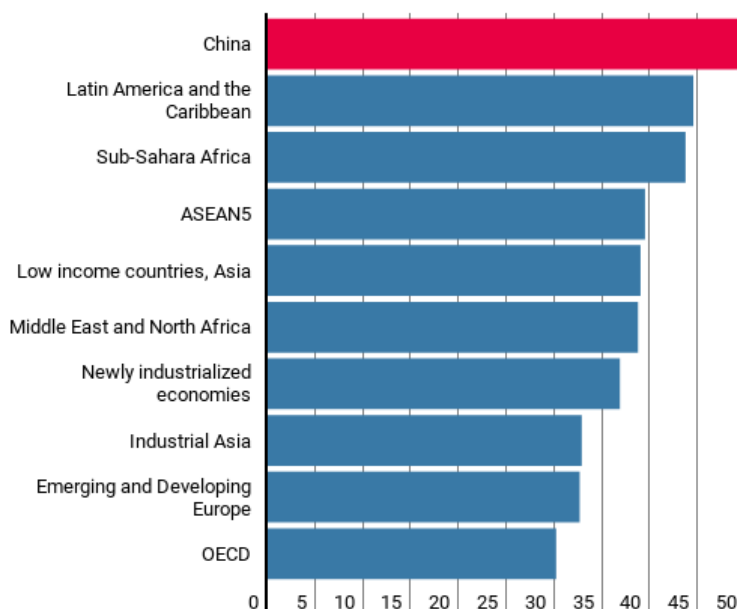


Source : <https://tradingeconomics.com/china/wages>

Graphique 26 : L'indice de Gini, généralement utilisé pour qualifier le niveau d'inégalités, dénote que Chine est l'un des pays les plus inégalitaires au monde.

Letting the Gini

(Net Gini Index; in Gini points; year of 2015 (or latest available); average across the region)



Source : Standardized World Income Inequality Database (SWIID) Version 5.1; et calculs des services du FMI

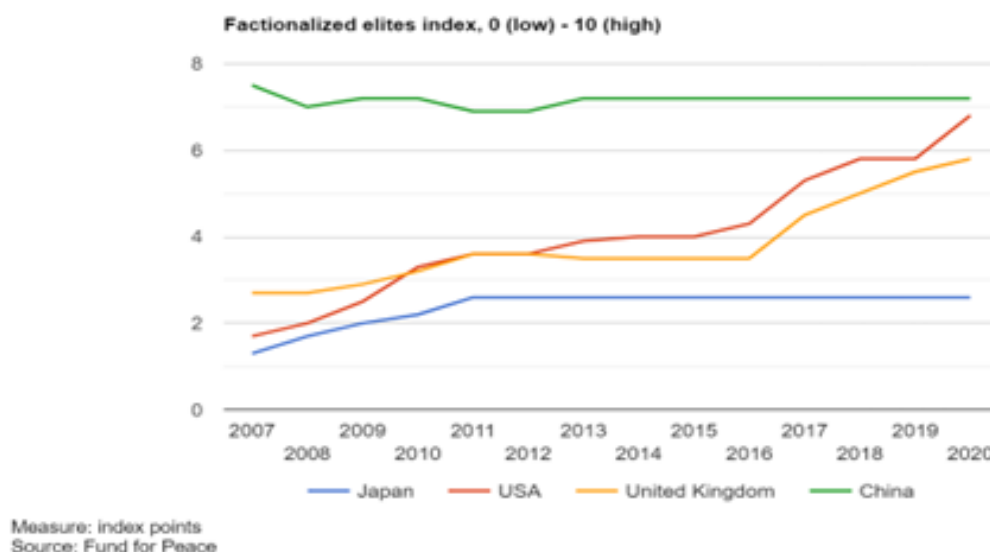
Note : L'indice de Gini est calculé sur la base des revenus après impôts et transferts.

L'ASEAN5 comprend l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Singapour et la Thaïlande.

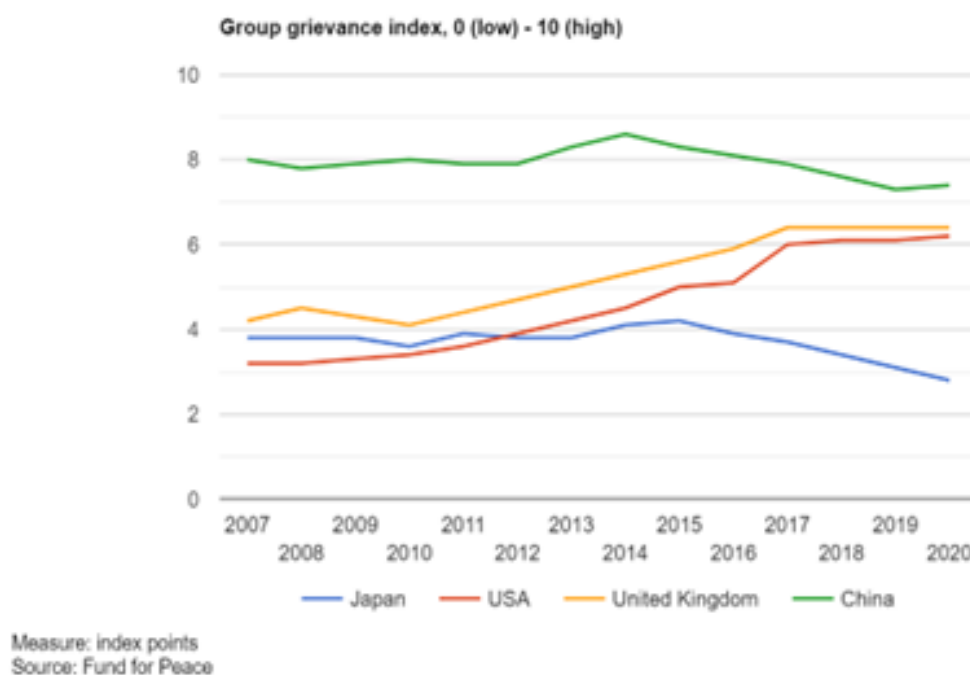
OECD = Organisation de coopération et de développement économiques.

Source : <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2018/09/20/chart-of-the-week-inequality-in-china>

Graphiques 27 : L'indicateur dénote des élites factionnées et une division des groupes dans la société.



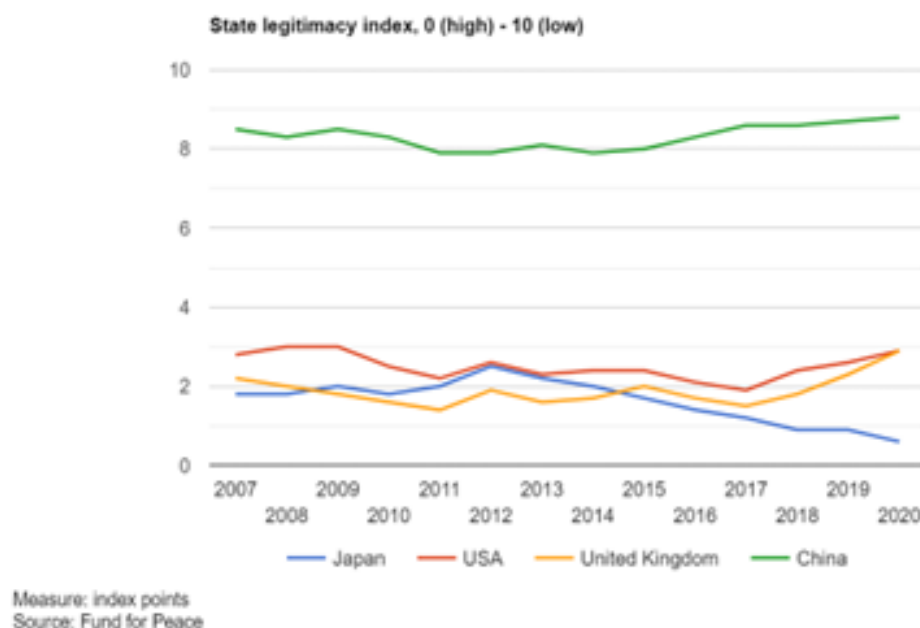
L'indicateur sur les « élites factionnées » prend en compte la fragmentation des institutions de l'État selon des critères ethniques, de classe, de clan, de race ou de religion, ainsi que l'instabilité et l'impasse entre les élites dirigeantes. Plus la valeur est élevée, plus les institutions du pays sont fragmentées. Il est à noter que la société et classe politique américaine se polarisent dangereusement et se rapprochent de la situation chinoise.



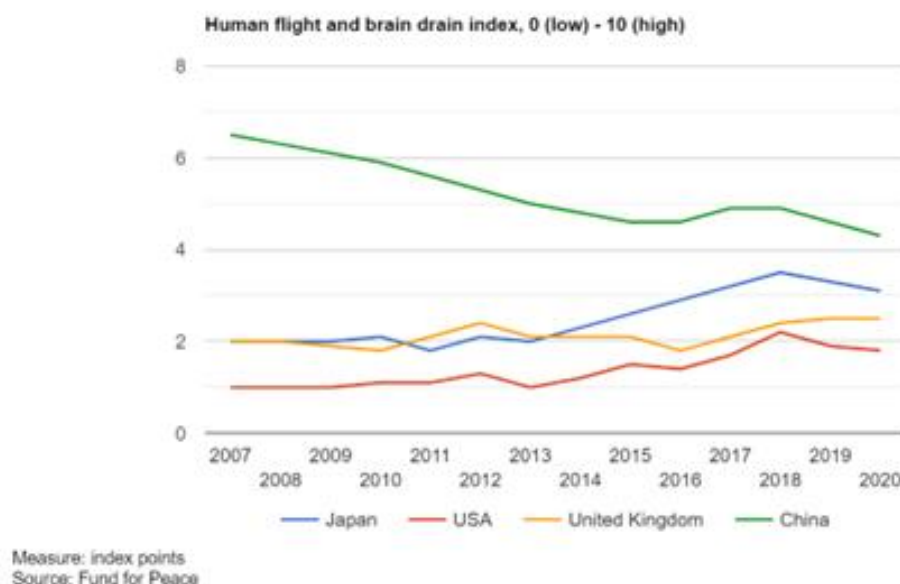
L'indicateur sur « division des groupes » se concentre sur les divisions et les schismes entre les différents groupes de la société – en particulier les divisions fondées sur des caractéristiques sociales ou politiques – et leur rôle dans l'accès aux services ou aux ressources, et l'inclusion dans le processus politique. Plus la valeur de l'indicateur est élevée, plus la division des groupes de la société dans le pays est importante.

Source : <https://www.theglobaleconomy.com/>

Graphiques 28 : Un indice de « légitimité du gouvernement » dégradé s'accompagnant de fuite des cerveaux.

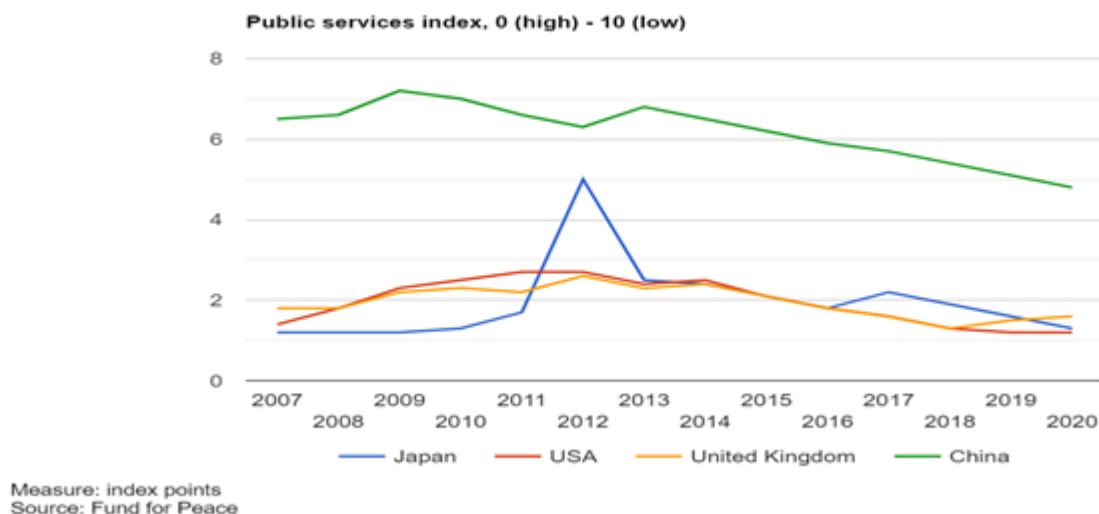


L'indicateur de légitimité de l'État prend en compte la représentativité et l'ouverture du gouvernement et sa relation avec ses citoyens. L'indicateur examine le niveau de confiance de la population dans les institutions et les processus de l'État, et évalue les effets de l'absence de cette confiance, qui se manifeste par des manifestations publiques de masse, une désobéissance civile soutenue ou la montée d'insurrections armées. Plus la valeur de l'indice est élevée, plus la légitimité du pays est faible.



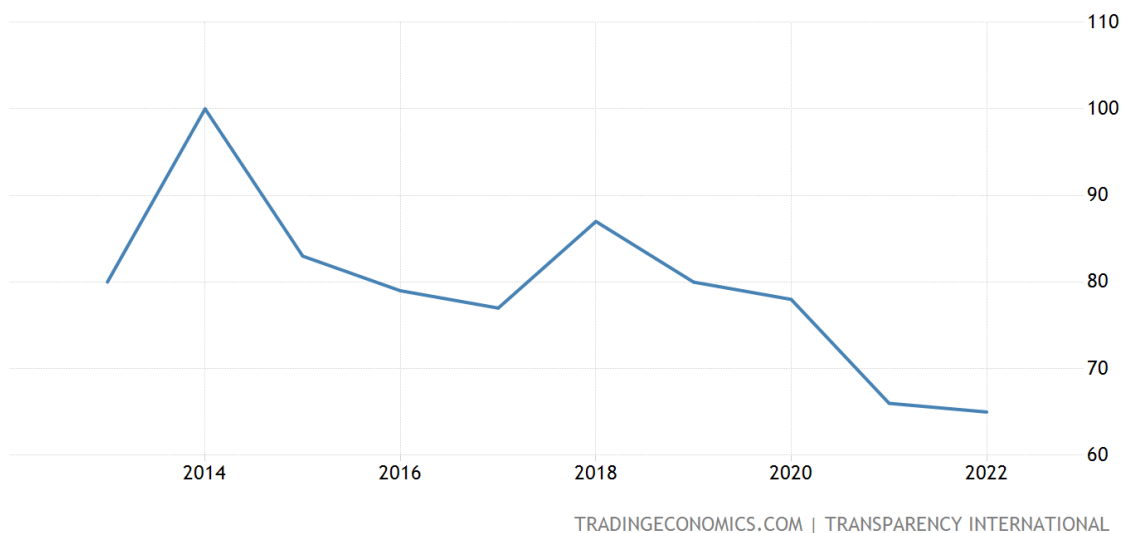
Le score « Fuite humaine et fuite des cerveaux » prend en compte l'impact économique des déplacements humains (pour des raisons économiques ou politiques) et les conséquences que cela peut avoir sur le développement d'un pays. Plus l'indice est élevé, plus le déplacement humain est important.

Source : <https://www.theglobaleconomy.com/>

Graphique 29 : Les services publics restent insuffisants.

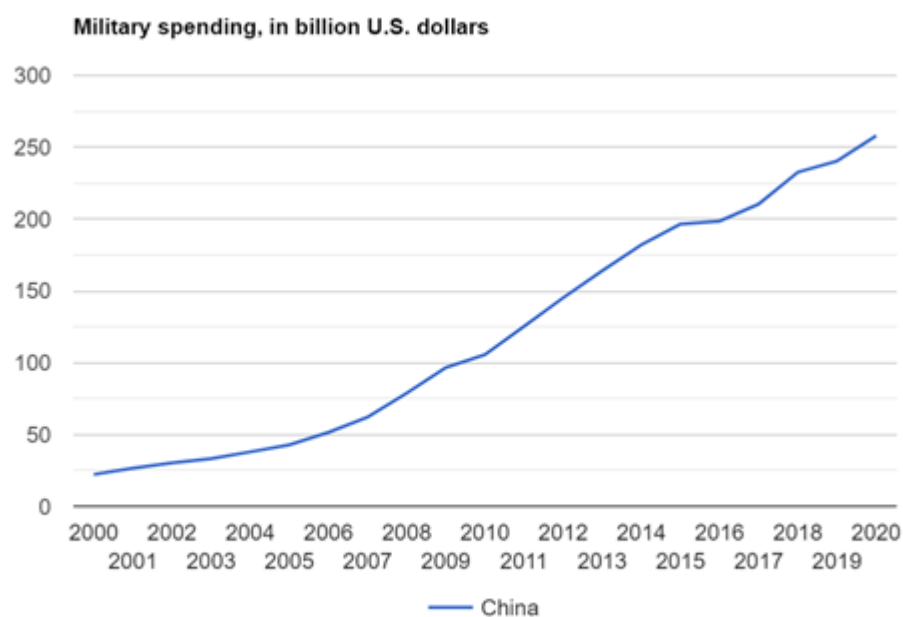
L'indicateur des services publics fait référence à la présence de fonctions étatiques de base au service de la population. Il peut s'agir de la fourniture de services essentiels, tels que la santé, l'éducation, l'eau et l'assainissement, les infrastructures de transport, l'électricité et le courant, ainsi que l'Internet et la connectivité. En dépit d'une amélioration tendancielle, le niveau global reste insuffisant face aux standards les plus développés.

Source : <https://www.theglobaleconomy.com/>

Graphique 30 : La Chine est classée 65 sur 180 pays en matière de corruption, en 2022 d'après Transparency International.

L'indice de perception de la corruption dans le secteur public était de 55 points en 2022 aux en Chine. L'échelle va de 0 à 100, et plus le score est élevé, plus la corruption est massive. Chine occupe ainsi la 65e place (score inférieur à la moyenne par rapport à d'autres pays même si une baisse modérée est observée depuis 10 ans.

Source : <https://tradingeconomics.com/china/corruption-rank>

Graphique 31 : Hausse sensible des dépenses militaires chinoises.

Measure: billion U.S. dollars

Source: Stockholm International Peace Research Institute

Source : <https://www.theglobaleconomy.com/>

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur publika.skema.edu

Contact : publika@skema.edu