

Lettre n°89

La crise chinoise est-elle comparable à la crise japonaise des années 90 ? (1) Quatre similitudes

« Qui connaît l'autre est avisé / qui se connaît est pénétrant » Lao Tseu.

Des traits d'histoire partagés :

Ces deux pays ont eu en commun la calligraphie, la religion bouddhiste, le confucianisme, importés de Chine par le Japon et ces deux pays ont longtemps été fermés sur l'extérieur, avant de devenir dans la 2e moitié du 20e siècle des puissances commerciales.

La Chine avait brusquement refermé ses frontières après plusieurs expéditions de l'amiral Zheng He, esclave eunuque d'origine musulmane, le long des côtes africaines entre 1405 et 1433, soit plusieurs décennies avant l'arrivée de Vasco de Gama en Inde en 1498.

Le Japon avait été ouvert de force après la visite du commodore américain Perry en 1853 pour demander l'ouverture de relations commerciales entre les deux pays. Le Shogunat au pouvoir était tombé et avait laissé la place en 1868 à l'ère Meiji, celle du « gouvernement éclairé », et la capitale avait été déplacée de Kyoto à Tokyo.

- Des conflits historiques entre les deux :

Ces 150 dernières années, les deux pays se sont combattus deux fois, en 1894, puis à partir de 1931.

En 1894, le Japon écrase la Chine et signe le traité de Shimonoseki obligeant la Chine à lui céder Taïwan et à quitter la Corée. Cette victoire était celle d'un Japon modernisé, admiré plus tard par Sun Yat Sen, premier Président de la République chinoise en 1912 qui essaya de transformer la Chine.

A partir de 1931, ce fut l'invasion de la Mandchourie par le Japon et ce furent des victoires. Vers 1937, les Japonais contrôlaient le Mandchouko et la région de Nankin-Shanghai.

- Des succès chinois qui ne sont pas sans rappeler ceux du Japon :

Pendant les 40 années d'avant Covid, la croissance moyenne du PIB chinois a été, selon le FMI, de 9.4%/an contre 4%/an entre 1949 et 1978 et cette croissance a profité au reste du monde dans un rapport de 1 à 5.

En 1980, le PIB/hab de la Chine était à 2% du niveau américain, aujourd'hui il est à 29%. En 1977, la Chine ne réalisait pas plus de 0.6% du commerce mondial, en l'an 2000, 10%, aujourd'hui, 18%.

Cette performance n'est pas sans rappeler le « miracle japonais » des années 50 et 60 quand la croissance atteignait parfois 12%/an.

La production industrielle chinoise est 10 fois supérieure à celle de l'Inde, 50 fois supérieure à celle du Vietnam, ses deux principaux concurrents en Asie.

- *Le ralentissement actuel de la Chine évoque celui du Japon à partir de 1990 :*

Dans les deux pays, le Japon à partir de 1990, la Chine récemment, le ralentissement est intervenu après une crise immobilière.

Depuis lors, la croissance du Japon est faible et beaucoup s'inquiètent de perspectives similaires pour la Chine.

Dans cette Lettre 89, on pourra dresser un parallèle entre les causes du ralentissement au Japon hier et en Chine aujourd'hui. Dans la Lettre 90, on verra néanmoins que les différences priment, souvent au détriment de la Chine.

La crise immobilière :

L'immobilier, travaux publics inclus, c'était, ces dernières années, 30% du PIB chinois, un pourcentage supérieur à celui des autres grands pays et, probablement, un peu moins de 30% des crédits bancaires.

Aujourd'hui, le secteur est en crise et deux indicateurs en rendent compte :

C'est tout d'abord des chiffres inquiétants sur des promoteurs immobiliers chinois, aujourd'hui en défaut. Tel est le cas, du premier d'entre eux, Evergrande, porteur de dettes estimées à \$320 milliards. Tel est le cas également, de Country Garden avec \$180 milliards de dettes. Et on pourrait allonger cette liste de beaucoup de noms mais les autorités chinoises semblent incapables, ou non désireuses, de trouver une solution.

Deuxième indicateur, le pourcentage de logements neufs invendus, 1/3 selon les évaluations.

Voyons les conséquences, les perspectives et apprécions le risque d'une crise systémique.

Conséquence immédiate, les ménages chinois restreignent leurs dépenses de consommation car ils sont endettés à hauteur de 110% du revenu disponible brut, un niveau qui incite beaucoup à se désendetter car, souvent la dette est associée à l'achat d'un bien immobilier aujourd'hui déprécié, le service de la dette représente 30% de leurs revenus et leur épargne, à 80%, est investie dans l'immobilier.

Conséquence différée de cet endettement, le nombre de mariages n'a jamais été aussi faible et ainsi la natalité a peu de chances de reprendre.

Les perspectives ne sont pas brillantes. La résorption des stocks d'invendus prendra du temps puisque 80% des Chinois sont déjà propriétaires, les migrations des campagnes vers les villes se terminant.

Pour autant, comme au Japon au début des années 90, le risque d'une crise financière internationale systémique est modéré car la dette est détenue par les investisseurs locaux.

Les tensions commerciales internationales :

Là encore, le parallèle avec le Japon est tentant. Souvenons-nous des percées commerciales japonaises dans l'électronique grand public à la fin des années 80, souvenons-nous du bruit suscité à Hollywood quand Sony avait racheté un studio américain. Souvenons-nous du tumulte provoqué par le déferlement des magnétoscopes japonais en France... En Europe, comme aux Etats-Unis, les droits de douane, les restrictions à l'importation avaient constitué autant de barrières.

Il en va de même aujourd'hui avec la Chine. Donald Trump a sonné le réveil, mis en place des sanctions tarifaires sur de nombreux produits et Biden a maintenu, voire amplifié les mesures. Aux Etats-Unis, contenir la pénétration chinoise est un des rares sujets de consensus entre Républicains et Démocrates. A son tour, l'Europe, longtemps ouverte sans restriction au libre-échange et à l'entrée des produits chinois, alarmée par un déficit commercial, proche de €400 milliards en 2022, inquiète pour l'avenir de son industrie automobile et les 12,7 millions d'emplois du secteur, se réveille et entend ériger des barrières.

Après, il y a quelques années, l'acier, le textile, les tensions portent sur les panneaux solaires, sur l'industrie automobile car, à force de subventions, la Chine a forgé un avantage comparatif susceptible de fragiliser les

constructeurs européens. Ainsi, le groupe chinois BYD inquiète, étant très compétitif pour les modèles d'entrée de gamme.

Le déclin démographique :

- *L'amorce de la baisse de la population :*

Depuis de nombreuses années, on est préoccupé par le déclin démographique japonais. Le Japon perd comme la Chine 850 000 habitants/an mais sa population est 10x inférieure. Cela dit, la situation va rapidement s'aggraver en Chine. Le problème est apparu plus récemment mais il est source d'inquiétudes.

Autant la croissance chinoise a bénéficié entre 1980 et 2000 d'un afflux de travailleurs des campagnes, autant, le déclin démographique est aujourd'hui un frein à la croissance. Ces dernières années, le nombre d'enfants par femme est tombé à 1.1, chiffre un peu inférieur à celui du Japon en dépit de l'abandon de la politique limitant le nombre d'enfants par femme à 1.

- *Le vieillissement et la diminution attendue de la population :*

L'âge médian en Chine, actuellement de 38 ans, contre moins de 33 pour l'Inde et l'Indonésie, va augmenter rapidement. Selon l'Académie des sciences sociales de Shanghai, d'ici 2050, la population va tomber de 1.4 milliard à 1.24 milliard. Elle ne représenterait plus alors 22% de la population mondiale comme dans les années 1980 mais seulement 14%, distancée par l'Inde et ses 17%, l'Afrique et ses 25%. Pire, en 2100, la population chinoise n'excéderait pas 585 millions.

Autre conséquence décalée, plus de 20% de la population auront plus de 60 ans en 2025, plus de 30% en 2035. Et, selon l'ONU, en 2100, 40% auront plus de 65 ans !

- *La contraction de la population active :*

Cette diminution, c'est prochainement des pressions à la hausse des salaires et c'est une des raisons d'une perte de compétitivité de l'économie. L'ONU anticipe une contraction de la population active de 10% d'ici 2035 et de près de 30% d'ici 2050.

Dans l'intervalle, la Chine devra compenser le déclin de la population active par un transfert rapide de la population encore dans l'agriculture vers l'industrie et les services car, point commun entre la Chine et le Japon, la même réticence à s'ouvrir à l'immigration. Le succédané à ce déclin sera donc un relèvement substantiel de l'âge de la retraite.

- *L'inadaptation de l'offre d'emplois et le chômage des jeunes :*

Nonobstant le déclin démographique, le taux de chômage des jeunes augmente. Le gouvernement, inquiet des répercussions sociales, d'éventuels troubles, a décidé de ne plus publier ces statistiques. On gardera donc comme référence le dernier pourcentage connu, officiellement 21.5%, mais la réalité est bien pire. Le problème est durable car il y a inadéquation entre la qualification accrue des jeunes et les besoins du marché et ainsi 1/4 des diplômés seraient sous-employés.

Handicapée par des systèmes de retraite peu généralisés, le rêve de Xi de compenser un déclin des exportations par une vigoureuse croissance de la consommation ne pourra se réaliser. La thématique boursière « Silver économie », en vogue dans les pays occidentaux, restera un vain mot en Chine.

La difficulté à relancer :

Depuis 1990, le Japon n'est guère parvenu à relancer son économie. Depuis la crise de la Covid, le gouvernement chinois semble incapable de tracer un sillon de croissance forte.

L'objectif affiché par Xi d'une croissance du PIB à 5% cette année semble difficile à concrétiser, le gouvernement peine à stimuler l'économie.

- ***L'arme monétaire :***

Elle ne constitue guère un recours. Difficile de beaucoup abaisser les taux car ils sont déjà faibles et très inférieurs aux taux sur le \$. La Banque centrale se limite donc à des baisses inopérantes de 0.10% mais le Yuan est à chaque fois affaibli. L'image du Yuan comme alternative au \$ est pénalisée et la profitabilité des banques est amoindrie.

- ***L'arme budgétaire :***

Avec l'émission annoncée de €130 milliards d'obligations, le gouvernement y a recours mais, loin des 13% du plan de stimulation de 2008, le pays doit se contenter de ce plan équivalent à 0.8% du PIB car le déficit budgétaire est déjà élevé et, on va le voir, l'endettement, pour un pays émergent, est très important.

En résumé de cette première partie, le point commun, c'est la crise immobilière. Le déclin démographique affecte les deux économies mais, en 1990, ce n'était pas encore un problème au Japon.

Examinons maintenant les différences. Le Japon n'était pas handicapé par l'idéologie comme en Chine avec Xi Jinping, il jouissait d'un niveau de vie/habitant très supérieur à celui de la Chine aujourd'hui et, sur la scène internationale, devait gérer des tensions commerciales mais pas des tensions politiques. En revanche, la Chine dispose dans certains secteurs d'une position bien plus incontournable dans le monde.

Conclusion : « *Il faudra 35 ans à la Chine pour devenir une grande puissance mais elle en a pris le chemin* »
De Gaulle.

Ce propos du Général de Gaulle à la fin de sa vie a peut-être été inspiré par l'observation du miracle japonais dans les années 50 et 60. Le miracle chinois a eu lieu mais aujourd'hui, la Chine, comme le Japon en 1990, bute sur des obstacles.

- ***La difficulté à relancer :***

Y aura-t-il un vigoureux plan de relance comme au Japon mi-92 ? A l'époque, une stimulation équivalente à 6% du PIB avait permis un rebond de la bourse de 80%. Cela semble improbable car il est malaisé de recourir à l'endettement déjà élevé.

Conséquence de 30 années de stagnation et d'affaiblissement de la devise, l'économie du Japon est cette année dépassée par celle de l'Allemagne pour la 3^{ème} place mondiale.

- ***La situation de la Chine semble plus difficile que celle du Japon après l'éclatement de la crise immobilière en 1990 :***

Les tensions entre le Japon et les Etats-Unis n'étaient alors qu'économiques, le niveau de vie japonais était supérieur, la population ne déclinait pas encore et le régime n'était pas autocratique.

La Chine est aujourd'hui confrontée à la déflation, à la contraction des exportations, un taux de chômage record des jeunes, un endettement mal contrôlé, une crise immobilière persistante et un niveau de pollution alarmant car le pays réalise 31% des émissions de gaz à effet de serre. Entre 2017 et 2021, ces émissions ont augmenté de plus de 10% quand elles ont baissé de plus de 10% dans l'Union européenne et de 6% aux Etats-Unis. En 2025, les émissions de gaz à effet de serre en Chine représenteront 35% du total planétaire contre 23% pour l'ensemble Etats-Unis, plus Europe, plus Japon.

- ***Le ralentissement chinois intervient plus tôt que celui du Japon en 1990 :***

Le ralentissement chinois affecte un pays à revenu intermédiaire, le ralentissement japonais avait touché un pays à revenu élevé.

Le ralentissement est problématique pour la Chine car le revenu par habitant sur la base de parité de pouvoir d'achat, s'il a beaucoup cru depuis 1980 (à l'époque il ne représentait que 2% du revenu américain), en 2022 n'est encore qu'à 28% du revenu américain.

Genève, le 2 novembre 2023

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins

CIO

Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre
248 Queen's Road East
Wanchai, Hong Kong
T: +852 2639 3659
E: info.hongkong@singalliance.com

SingAlliance Pte Ltd

(DIFC Representative Office)
The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC
PO Box 121208 Dubai, UAE
T: +971 (0) 4 401 9158
E: info.dubai@singalliance.com



Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.