

Lettre n°90

La crise chinoise est-elle comparable à la crise japonaise des années 90 ? (2) Cinq différences

« Avançons cachés, masquons nos talents » Deng Xiaoping.

Telle était la devise du dirigeant chinois, à l'origine du décollage chinois après l'ère Mao. Telle avait été la ligne des Japonais dans l'après-guerre. Telle n'est plus la politique menée par Xi et là réside une des différences majeures entre le Japon et la Chine.

Dans cette Lettre 90, on analysera successivement le raidissement politique chinois, les tensions politiques internationales ainsi suscitées, puis des questions plus économiques, la différence de niveau de vie à l'avantage des Japonais, le poids dans les échanges internationaux, à l'avantage des Chinois, l'aggravation de la dette, plus rapide en Chine qu'au Japon et, enfin les faiblesses de la Bourse comme de la devise chinoise.

Le raidissement politique chinois : handicap pour la Chine.

C'est sans doute la plus grande différence avec le Japon et elle n'est pas à l'avantage de la Chine.

Culturellement, la Chine est imprégnée du confucianisme et les confucéens ont toujours pensé que l'autorité primait la liberté.

Le problème est ailleurs. Xi, malgré la douloureuse expérience des camps de rééducation entre l'âge de 15 ans et 22 ans, aux côtés de son père, un prince rouge victime de la Révolution culturelle, est enfermé dans l'idéologie communiste, n'a de cesse de renforcer l'emprise du PCC, Parti communiste chinois, et de ses 95 millions de membres sur le pays, sur les entreprises privées.

Xi, lors du dernier Congrès de novembre 2022, a écarté les tenants d'une ligne libérale pour privilégier le contrôle de la population, favoriser les entreprises publiques par rapport aux entreprises privées, renforcer l'emprise du parti communiste sur les entreprises privées.

Des dirigeants d'entreprises technologiques sont bridés, d'autres disparaissent, certains sont accusés de corruption et emprisonnés. Le gouvernement s'est octroyé des « Golden shares » dans les entreprises de technologie pour mieux les surveiller.

L'immobilier, selon Xi, ne doit pas être un instrument de spéculation, et de là, sans doute, vient sa réticence du gouvernement à venir en aide aux acteurs du secteur.

Ajoutons l'environnement réglementaire, le faible respect de la gouvernance, qu'il s'agisse de la corruption, de l'Etat de droit ou autre. Enfin, beaucoup dénoncent les menaces sur la cybersécurité.

Ce sont toutes les limites d'un capitalisme communiste très différent du capitalisme japonais.

En résumé, il y a là, autant de facteurs susceptibles de décourager l'innovation, donc de freiner la croissance potentielle et autant de facteurs alimentant les tensions avec les Etats-Unis et l'Europe.

Les tensions politiques internationales : frein pour la Chine.

- *La diminution des IDE (Investissements directs de l'étranger) :*

Conséquence des tensions politiques, les investissements directs américains en Chine en 2022 sont tombés à \$8.2 milliards selon Rhodium et, au 2^{ème} trimestre de cette année, les IDE, \$4.9 milliards sont au plus bas niveau depuis 1998 et en baisse de près de 90% par rapport à l'année dernière.

Dans le même temps, les investissements chinois dans le reste du monde ont baissé de 18% en un an et de 25% par rapport au pic de 2016. Les investissements chinois dans les pays du G7 ne représentent que 18% du total.

- *La volonté américaine de réduire la dépendance à la Chine :*

Les importations américaines en provenance de Chine ne représentent plus que 13.3% des importations globales des Etats-Unis contre 21.6% en 2017.

Les gouvernements américains, hollandais et japonais se sont entendus pour limiter les ventes de semi-conducteurs de haute précision à la Chine.

La Chine demeure très dépendante des pays occidentaux qu'elle dénigre. Environ 40% des exportations chinoises sont à destination des Etats-Unis et de l'Union européenne et plus de 50% des importations chinoises proviennent de l'Occident.

Les échanges avec l'Union européenne ont atteint \$850 milliards en 2022 mais devant l'ampleur du déficit commercial, €400 milliards en 2022, les Européens se mobilisent et vont mettre des droits de douane à l'importation sur de nombreux produits subventionnés par les Chinois. L'éolien est un exemple et les difficultés récentes de Siemens Energy ou Vestas militent pour de telles mesures.

- *Les dépendances chinoises :*

Quoi qu'il arrive, la Chine ne peut se priver de l'extérieur car si elle compte 18% de la population mondiale, elle ne dispose que de 9% des terres arables et de 6% des ressources en eau. La Chine est, par exemple, très dépendante pour le soja avec un taux d'autosuffisance de moins de 20%. Et on pourrait citer les autres céréales.

Dans l'énergie, la Chine importe plus des 2/3 de ses besoins en pétrole et près de la moitié de ses besoins en gaz.

En 2020, loin de couvrir 70% de ses besoins en semi-conducteurs, comme elle l'avait ambitionné, la Chine n'avait atteint que 6%.

- *Les difficultés croissantes des routes de la soie :*

La Chine, depuis 2013, dit avoir investi près de \$960 milliards dans les projets des routes de la soie mais récemment les montants ont beaucoup diminué, \$85 milliards en 2016, \$5 milliards en 2021. En 2016, la Chine prêtait \$28 milliards à l'Afrique, en 2022, ce chiffre ne dépasse pas \$1 milliard car beaucoup d'Etats sont dans l'incapacité de rembourser. Globalement, la Chine a dû rééchelonner ou restructurer \$240 milliards.

Pour contrer l'initiative des routes de la soie, les Américains ont lancé « Build back better World » et les Européens le « Global Gateway » et l'idée de créer un corridor entre l'Europe, le Moyen-Orient et l'Inde. Mais, les annonces sont trop récentes pour en évaluer la concrétisation.

La différence de niveau de vie : avantage au Japon.

Au début des années 90, le revenu par habitant au Japon était, selon la Banque mondiale, de \$30 000. Aujourd'hui, en Chine il est à \$12 850 et les inégalités sont parmi les plus élevées du monde puisque le pays compte plus de 560 milliardaires avec plus de \$2 000 milliards de richesses.

L'éclatement de la bulle au Japon au début des années 90 a affecté un pays avec un niveau de vie/habitant de pays riche. Rien de tel pour la Chine, classée au 77^{ème} rang mondial du PIB/habitant, dans la catégorie des pays à revenu intermédiaire.

A juste titre, d'aucuns s'inquiètent de voir la Chine, comme d'autres auparavant, rester dans la trappe des pays à revenus intermédiaires. Le niveau de vie/habitant dépasse à peine le cinquième du niveau de vie américain et on voit mal la Chine combler ce retard. Aussi, la Chine aura-t-elle du mal à sortir de la pauvreté les 400 millions encore en dessous du seuil.

En Chine, le poids de la consommation dans le PIB, 38%, est substantiellement plus faible qu'au Japon et il est malaisé d'espérer un rebalancement de l'économie vers ce secteur.

Le poids dans les échanges internationaux : 3 avantages pour la Chine.

- *La Chine, comme 1^{er} exportateur mondial en dépit d'une perte de compétitivité :*

Comme le Japon en 1990, la Chine dépend beaucoup du commerce extérieur. En 2022, les exportations ont atteint \$3600 milliards, les importations \$2700 milliards, l'excédent commercial chinois représente 2% du PIB et le seul excédent commercial avec les Etats-Unis s'élève à \$440 milliards.

La Chine réalise 14% des exportations mondiales devant les Etats-Unis, plus de 8% et l'Allemagne, plus de 6%.

Les entreprises chinoises continuent à bénéficier de prêts bancaires à des taux préférentiels et de la taille du marché domestique pour asseoir leur compétitivité. Néanmoins, la compétitivité coûts est en recul car les salaires sont désormais au minimum deux fois plus élevés qu'au Vietnam ou en Inde.

Davantage que le Japon, la Chine est exposée aux sanctions et à la relocalisation des investissements des firmes multinationales vers des pays comme le Vietnam, l'Inde, le Bangladesh.

Point très intéressant à souligner, si la Chine des bords de mer perd en compétitivité, le Vietnam ou le Mexique sont concurrencés par la Chine continentale. Depuis 2018, les exportations de 15 régions continentales ont ainsi augmenté de plus de 90% pour atteindre \$630 milliards, davantage que l'Inde et ses \$425 milliards d'exportations ou que le Mexique et ses \$590 milliards d'exportations ou encore le Vietnam et ses \$345 milliards d'exportations.

Autre point insigne, les exportations de ces provinces chinoises ont augmenté plus rapidement que celles de ces pays. Depuis 2018, les exportations indiennes ont crû de 41%, celles du Mexique de 43% et celles du Vietnam de 55%. Les régions côtières exportent toujours \$2700 milliards sur les douze derniers mois.

- *Un marché domestique qui reste attrayant :*

Le marché chinois garde une attraction et des entreprises américaines aussi différentes que Starbucks, Ralph Lauren ou McDonald multiplient les points de vente. Apple réalisait plus de 40% de sa production en Chine en 2020 et veut abaisser ce pourcentage à 30% en 2024 mais cela restera très important.

De même, l'Allemagne réalise €300 milliards d'échanges avec la Chine et n'entend pas perdre ses positions. On pense notamment à VW et aux autres constructeurs automobiles.

La volonté des entreprises occidentales de réduire leur dépendance au marché chinois bute sur l'insuffisance des infrastructures en Inde, le manque de personnel qualifié au Vietnam et la plus faible productivité au Mexique.

- *Des positions dominantes dans des secteurs d'avenir :*

La Chine dispose du tiers des capacités mondiales dans le solaire, même 75% de la production mondiale de panneaux et elle est leader mondial dans l'éolien.

Aujourd'hui, le nucléaire ne représente que 3% de la production d'électricité quand le charbon représente 60% mais d'ici 2030 la Chine devrait construire 17 centrales nucléaires et possédera la plus grande capacité mondiale dans ce secteur.

Dans de nombreux secteurs d'avenir, la Chine a des positions dominantes. Tel est le cas pour les voitures électriques et en Chine au premier semestre, pour la première fois, les ventes des constructeurs chinois ont dépassé les ventes des constructeurs occidentaux.

La Chine dispose également de positions solides pour les TGV (le 1^{er} réseau mondial), les batteries et les véhicules électriques.

La Chine n'hésite pas à user aussi de moyens de pression. En témoigne la volonté de restreindre la vente de deux métaux indispensables pour les semi-conducteurs le gallium et le germanium dont elle réalise 80% de la production. Tel pourrait être le cas pour de nombreuses terres rares.

L'aggravation de la dette : faiblesse de la Chine.

Le FMI vient récemment de souligner le risque de surendettement car la dette globale est passée en 15 ans de 180% du PIB à 300% du PIB, une tendance jugée insoutenable à terme.

Dans cet ensemble, la dette des entreprises est élevée à 1.5 fois le PIB, la dette des ménages est croissante à 60% du PIB.

A cela s'ajoute la dette publique, malaisée à appréhender. Officiellement, la dette publique est passée de 56% du PIB en 2018 à 82% du PIB en 2023. C'est une dégradation importante. Mais il convient d'ajouter, le hors bilan des collectivités locales. La dette publique serait en fait de 95% du PIB alors qu'au Japon, en 1991, elle était un peu plus de 60% du PIB.

Dans certaines villes, les seuls intérêts des emprunts absorbent les 3/4 des recettes budgétaires et on observe des difficultés à payer les salaires des fonctionnaires.

La dette hors bilan des provinces est évaluée par le FMI à \$8000 milliards. Selon le FMI, la dette des provinces atteint \$10000 milliards.

Point rassurant, comme pour le Japon, la dette vis-à-vis de l'extérieur est faible. Il n'empêche, dans l'hypothèse d'une crise interne, la Chine devrait vendre des Treasuries ou autres actifs.

La Bourse et la devise : faiblesse chinoise par rapport au Japon.

La Bourse chinoise :

Elle n'a jamais connu les hauts de la Bourse japonaise. Souvenons-nous, en 1990, la capitalisation japonaise avait, l'espace d'un bref moment, dépassé celle du marché américain. Aujourd'hui, rien de tel avec la Chine. La capitalisation américaine, c'est 60% du MSCI world, la capitalisation chinoise est modeste et en baisse de 40% depuis son point haut de février 2021.

Clairement, les investisseurs, même si le marché chinois est attractif par sa valorisation, se méfient de l'emprise du parti communiste.

La devise :

Le Yen est certes aujourd'hui une devise faible, 150 yens pour \$1 aujourd'hui, mais il était autour de 76 en 1994 et à nouveau en 2011/2012. Le Yuan, n'est pas convertible et s'est déjà affaibli contre \$.

Conclusion : « *Qui connaît l'autre et se connaît en son combat ne sera point défait, qui ne connaît pas plus l'autre qu'il ne se connaît sera toujours défait.* » Sun Tzu.

Davantage que pour le Japon au début des années 90, les ambitions chinoises se heurtent à la puissance américaine :

- ***La Chine, à la différence du Japon, a une ambition politique :***

Le Japon se contentait de vouloir dominer technologiquement, la Chine va plus loin et veut façonner le monde. Elle a pratiqué systématiquement l'entrisme dans les institutions internationales créées par les Etats-Unis et l'Occident et elle dirige aujourd'hui la FAO, l'Organisation des Nations Unies pour le développement industriel et deux autres organisations sur les quinze.

- ***La Chine, plus encore que le Japon, va rester une puissance industrielle :***

La Chine, même en difficulté et en dépit des relocalisations opérées par les pays occidentaux, devrait, selon une étude américaine du Centre pour le développement mondial, continuer à concentrer plus de 40% de l'emploi industriel mondial d'ici 2050. La Chine peut faire le chantage aux terres rares dont elle contrôle à ce jour 80% de la production. La Chine investit massivement dans le spatial, l'I.A et d'autres secteurs de pointe.

- ***La Chine, contrairement au Japon, se heurte à la puissance américaine :***

D'ici 2050, la population chinoise va baisser de 150 à 200 millions quand la population américaine va croître de plus de 20 millions. Les Etats-Unis, pour contrer la Chine exploitent leurs atouts : l'indépendance énergétique quand la Chine va rester très dépendante, le \$ comme devise internationale avec encore aujourd'hui 90% des transactions de change, 60% des réserves de change, 50% des factures commerciales, 40% des prêts internationaux alors que le Yuan n'est pas convertible. Les Etats-Unis demeurent selon l'OMPI (l'Organisation Mondiale de la Propriété Intellectuelle) le 2^{ème} pays le plus innovant quand la Chine ne pointe qu'au 10^{ème} rang. Les Etats-Unis conservent la première place pour le soft power, les universités, le militaire. L'OTAN a été récemment élargi et a invité pour la 1^{ère} fois l'Australie, la Nouvelle Zélande, la Corée du Sud et le Japon. Le Quad, ne contient aucune coopération de défense, mais regroupe ces quatre derniers pays, les Etats-Unis et l'Inde.

Loin de rattraper les Etats-Unis, la Chine cette année devrait afficher une croissance nominale un peu inférieure à celle des Etats-Unis.

On continuera donc à préférer le marché boursier américain, porté par l'innovation, l'abondance des capitaux, au marché chinois, plus opaque, plus incertain.

Genève, le 6 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.